全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





价值投资，从看懂财报开始

活用财务指标

看透会计数字

孙旭东◎著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资，从看懂财报开始

孙旭东◎著

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的主要目标是帮助投资者弄清楚如何活用财务指标和怎样看透会计数字。作者根据大量真实的上市公司公开财报数据，详细讲解了非具体财务指标净资产收益率、营业利润率、毛利率、利息保障倍数等财务指标的计算、应用和分析重点。书中还结合具体例子，示范了如何客观看待各类会计数字，为做出恰当的投资决策打下坚实基础。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

价值投资，从看懂财报开始/孙旭东著．—北京：机械工业出版社，2012.6
（财务知识轻松学）

ISBN 978-7-111-38445-8

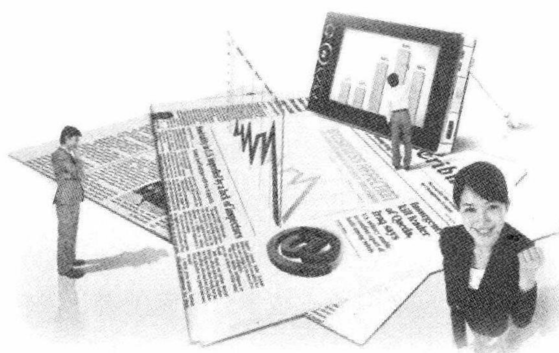
Ⅰ．价…　Ⅱ．孙…　Ⅲ．会计报表—基本知识　Ⅳ．F231.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 102335 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　邮政编码　100037）
责任编辑：黄姗姗　　　　版式设计：刘永青
北京诚信伟业印刷有限公司印刷
2012 年 9 月第 1 版第 2 次印刷
170mm×242mm ·13 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-38445-8
定价：30.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261；88361066
购书热线：（010）68326294；88379649；68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序一

财报分析四重维度的整合

我从事财务教学与科研二十多年，一直热衷于公司财报分析。公司财报是一个综合的信息库，如何分析依赖于具体的分析目的，但是无论如何我们不能“只见树木不见森林”或者“盲人摸象”，这就是说我们必须掌握一个科学、有效的分析路径或框架。因此我特别欣赏哈佛财务报告分析框架。该框架下财报分析是四重维度的整合：一是战略分析，通过财报把握行业和竞争状态，透视企业未来预期业绩；二是会计分析，通过考察公司的会计政策和会计估计，评估会计信息质量，并发现公司存在的种种会计问题，比如账项错漏、盈余管理甚至财务造假；三是财务分析，通过财务比率分析，尤其是现金流量分析，把握公司的经营业绩与潜在的财务风险；四是前景分析，通过财报，预测企业的未来经营趋势与投资价值。以上四个维度并非完全并列与独立的，第一个战略分析维度统驭其他三个维度，各个分析维度又相互交织。这种交互、整合型的财报研判，不仅摆脱简单的计算数据比较，使得财报分析有了落脚点与归依，也给财报分析过程注入了生命活力、正本清源，有了万法归宗般的灵魂。

读罢孙旭东先生的新书《价值投资，从看懂财报开始》，让我特别兴奋的是他就是整合了财报分析的这四重维度，大大超越了单纯的会计分析与财务分析，尤其是转向前景分析，重点讨论企业内在投资价值。本人和旭东交往多年，是朋友，其实也是他文章的忠实读者，这些年来一直关注着旭东的各种研究文章，尤其是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《证券市场周刊》中发表的各种财报分析与投资探讨方面的文章，可谓篇篇精品，皆可细细品读。当然旭东的新书内容绝大部分都是未公开发表过的，沉积了他十多年来在财报分析方面的孜孜思考与执著求索，并形成了本书的特色与贡献。

一是立足会计数据透视企业投资价值。旭东的新书中不少篇幅似乎更接近于基础读物，其在前言中也强调了书的使用与定位："投资价值，从阅读年报开始，从会计数字开始。"

二是举轻若重的财务分析。从书中的一些章节标题上看，似乎都是我们熟悉的财务指标，比如盈利能力分析方面的净资产收益率、毛利率与营业利润率，偿债能力分析方面的财务杠杆、流动比率、利息保障倍数等，但如果仔细研读，你会恍然发现，这些简单的财务指标并非如教科书或者你头脑中的既有概念那样简单，甚至你居然能够发现若干原来的错误与混淆认识。作者在书中将简单的东西探讨出新意，进而正本清源，给人以启发与纠正。

三是条分缕析的价值判断。旭东新书诸多篇章的探讨，往往是从一些诸多投资者的问题、专业探讨上的不足与媒体报道中的误读等方面切入，通过条分缕析的层层剖析，加之具体的上市公司与无可辩驳的数据计算，最终使读者对公司价值的判断豁然开朗。

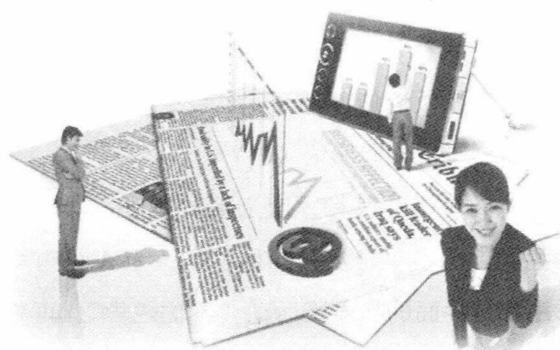
四是分析路径的有机整合。在探讨诸多财报数字的过程中，驾驭了哈佛财报分析框架，有机整合了四个分析维度，摆脱了以数字论数字，以财务谈财务的片面观点，而是将会计准则、上市监管、投资市场、企业战略、公司价值甚至专业研究等诸多领域知识与探讨整合于其中，同时这种财报的探讨也包括了境内外公司的对比考察。阅读本书，我们既能品尝企业财报分析大餐，也能开阔视野、全方位体验财报分析的学科魅力。

综上，我很乐意将旭东新书推荐给广大读者，尤其是那些崇尚学以致用的专业学员和追求价值投资的投资者。我坚信开卷有益！

汤谷良

对外经济贸易大学国际商学院执行院长、教授

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序二

价值投资从价值评估开始，价值评估从会计数字开始

新浪财经股票频道自2008年10月22日起推出“牛市—熊市一起走过，您的故事我们一起分享”的大型策划，征集10名不同类型的投资者之前一年中的投资百态，下面是一些股民故事的题目：“一位无助股民的来信”、“机器修理工炒股被逼成祥林嫂”、“一个警察从30万变3万元的故事”、“公务员20万元炒股被套”、“会计学教授40万炒股被套中石油”、“十余年老股民黯然离场，至少一年内不看股票”以及“为什么受伤的总是我”和“希望我的失误变成别人的财富”。

这些股民故事的作者是很可敬的，他们辛苦积攒起来的工薪收入，迅速消失在股市中，但是他们有勇气把自己的经历拿出来和大家分享，希望后来的投资者从中汲取教训。

问题是：到底是什么教训呢？

我上课的时候经常问同学一个问题：你去菜市场买白菜，是进了菜市场大门，看到第一个菜摊买了就走呢，还是在菜市场里转转各个摊位，比较各个摊位白菜的质量、价位，然后再挑一个摊位买？

大部分同学会选择后者；即使选择前者的也表示买菜这么点儿钱，不值得花时间逛，如果是买贵的东西，自然会选择后者。

在菜市场里转转再买，就是在做价值评估：评估一下买哪个摊位上的白菜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更值。

投资者需要问自己的是：我花十几块钱买白菜都要做价值评估，那么我花几万、十几万、几十万元去买股票做价值评估了吗？我们把一个上市公司的股票买到手里，真正像买到白菜一样觉得物有所值了吗？

价值投资在被神化了的同时也在某种程度上被异化了：神化了是一提价值投资就想到巴菲特，觉得我们自己不可企及；异化了是认为A股市场炒作严重，无法做价值投资。这些看法都是片面的！投资活动“不怕烂货”，再差的公司也有其内在价值，当价格低于内在价值时，就是好的投资对象；再好的公司，当价格高于内在价值时，也是坏的投资对象。价值投资就是把投资对象的内在价值和当前价格进行对比，从而进行投资决策的过程，是在任何市场上都成立的普遍原则。

所以，价值投资要从价值评估开始，而价值评估要从会计数字开始！

会计数字的魅力源于会计准则是一个内在逻辑严密、相互钩稽的整体。企业的各种经营活动，最终都必须通过会计数字汇报出来；不能凭空产生，也不会凭空消失。例如，本期为了达到业绩目标而提前确认了未来收入，未来收入必然要降低；本期少提了成本费用，未来的成本费用必然会增加。正是因为会计体系的严密性和钩稽性，任何对企业战略、营销、公司治理、财务等方面的策略分析，必须落实到现在或未来的会计数据上，才能实现为股东价值；正是因为会计体系的严密性和钩稽性，从会计数字开始的价值评估和价值投资才有了坚实的理论基础和实践依据。本书就是建立在这样的逻辑前提下的有益尝试。

我认识孙旭东先生多年，虽然联系不多，但是一直关注他涉及上市公司会计信息分析的文章，从中获益良多。旭东先生提倡价值投资，不像我只是停留在对价值投资理念的呼吁上，而是扎扎实实地对一家家上市公司的财务报表进行深入的分析、精辟的点评，并不吝与广大投资者分享。现在我十分高兴读到他的这本新书，并很高兴推荐给更多的投资者分享。

本书是以价值投资为目的的会计信息分析。全书以鲜活的案例、翔实的数据，把以价值投资为重点的会计信息分析体系呈现给读者。同时，全书内容以杜邦分析为主线，把会计信息分析分解成盈利能力分析、偿债能力分析、成长能力分析和营运能力分析等主要部分，相互关联，前后呼应，读完以后能够在读者头脑中留下清晰的会计信息分析框架，有利于读者把书中的方法应用到自己的投资分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中去。

旭东先生在后记中提到“会计知识是一个优秀的价值投资者必须掌握的”。确实，读懂上市公司会计报表需要一定的会计学基础，对于大多数投资者来说，需要投资一定的时间在会计知识的学习上才能够理解本书，才能够做价值投资。这个学习过程也许有些痛苦、有些困难。但是，对于广大普通投资者来说，不这样做投资能怎样做？在任何资本市场上，普通投资者都是缺乏资金优势、信息优势、心理优势的投资者群体。趋势投资是很多荐股人推崇的投资模式，但趋势投资利润的来源恰恰是普通投资者缺乏的资金优势、信息优势和心理优势！

让我们再温习一下投资利润的来源：我们买股票时支付的股价是我们的投资“成本”，买到的股票的内在价值是我们的投资“收入”，我们取得投资利润需要投资“收入”大于投资“成本”。我期望投资者能建立这样的价值投资理念，也希望读者能从本书中学习到价值投资的方法。

是为序。

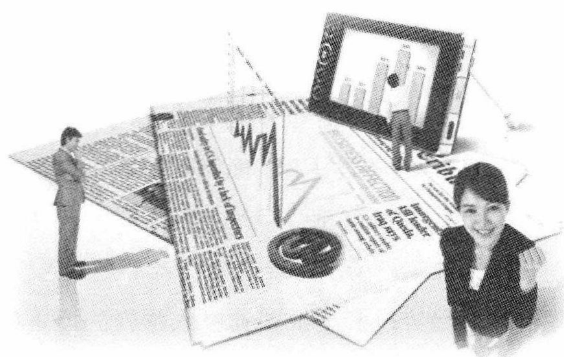
姜国华

北京大学光华管理学院会计学教授、博士生导师

2012 年 4 月 27 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言



价值投资从阅读年报开始

我一向竭力主张价值投资者要读年报，却不得不承认，尽管国内以价值投资者自居的人不少，但其中肯认真读年报的不多。在本书即将完稿之际，曾经的大牛股中恒集团（600252）于2012年1月18日、19日连续跌停。事情的起因是1月18日公司发布业绩快报，预计2011年归属于上市公司股东的净利润同比增长0.38%，这远低于市场预期——据Wind资讯当时的最新数据，4位分析师预测值的平均数为公司净利润同比增长102.01%。

从某种程度上说，当时市场对中恒集团业绩并非盲目乐观。据《每日经济新闻》报道[⊖]，中恒集团董事长许淑清曾于2011年9月6日在广州举办的全国营销合作发展大会上说："通过与经销商加强合作，公司完全有信心、有能力完成今年2亿支以上注射用血栓通的销售，并力争明年销售量在今年基础上增长20%～30%。"记者据此测算，中恒集团2011年营业收入至少能达到14亿元，而业绩快报中11.52亿元的营业收入比之前的预计少了2.5亿元。

2012年1月17日，中恒集团发布了题为"关于广西证监局现场检查相关问题的整改方案"的公告。根据这则公告，中恒集团在公司治理、信息披露、财务管理与会计核算、募集资金使用和管理等诸多方面存在问题，很难让人相信这是一家优

⊖ http://finance.sina.com.cn/stock/s/20120119/020411236448.shtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秀的公司。然而，中恒集团在过去几年却又实实在在地被很多“价值投资者”买入并持有。

在此附上我于 2011 年 4 月写的一篇文章，这篇文章发表在《证券市场周刊》2011 年第 14 期。我对中恒集团并没有作太深入的研究，在觉得公司年报信息披露质量不足以让人放心后就停手了。此后，资深财务分析人士“飞雪漫天”发表了“中恒集团业绩高成长神话：奇迹？谎言？”一文[⊖]，对中恒集团的业绩提出了强烈质疑。飞雪漫天的文章中用到的会计、税务知识是普通投资者难以掌握的，其结论目前也未能得到证实——从中恒集团发布的整改公告来看，广西证监局并没有认定该公司业绩造假。但是，一个持有保守的投资哲学的巴菲特式投资者，只要认真读过中恒集团的年报，恐怕都不会买入这家公司的股票。

价值投资，从阅读年报开始，从会计数字开始。

为什么不看看年报呢

中国宝安（000009）石墨矿事件是近来的热点事件，我们想问的是：为什么撰写相关研究报告的分析师和买进中国宝安股票的投资者们不看看公司的年报呢？虽说过于重视年报可能会错失掉一些大牛股，譬如 2010 年的中恒集团（600252），但这符合巴菲特保守的投资哲学。

对中国宝安的石墨矿事件，仁者见仁，智者见智。截至 2011 年 4 月 7 日 10 点，新浪财经的读者调查结果是：50.9% 的人认为中国宝安和券商在说谎，17.6% 的人认为中国宝安说谎，14.5% 的人认为券商说谎，而 17.0% 的人认为不好说。换言之，大多数人认为这中间肯定有人撒谎了，而新浪财经频道也将这一事件列入其“股市 315 系列策划”专题中。

关于谁在此事中撒了谎，我们不妄加评论。不过，证券市场中的谎言似乎从来就没有灭绝过，因此，对投资者而言，如何能够不受骗至关重要。我们认为，多看看上市公司的年报有益无害。请注意，读年报并非只是中小投资者无奈的做法，

⊖ http：//blog.sina.com.cn/s/blog_69d71df70100wm57.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是机构投资者也应这样做。请看《巴伦周刊》在评选2011年年度全球30位最佳CEO时的一段评述：

巴菲特之所以是投资天才，一个原因在于他在这方面很用功。不久前的一个星期六，他花了数小时的时间仔细研读伯克希尔拥有大笔投资的富国银行（Wells Fargo）的"10-K"年度报表。巴菲特可能不需要消化这份报表就可以掌握富国银行的最新动态，但他还是这样做了。伯克希尔在他执掌的46年期间能够拥有超凡表现、股价从20美元涨到12.7万美元，这种功夫起到的作用不可忽视。

此前，巴菲特在回答他为什么只看了两份年报就买入中石油股票时曾经这样说：

同管理层交流有什么用吗？如果您同大部分公司的管理层交流，他们会说他们认为他们的股票是很好的，他们会告诉你好的事情，跳过不好的。

由此来看，巴菲特认为年报比管理层访谈更加客观。不过，分析师们或许忽视了这一点。以中国宝安事件为例，从公司的年报中我们根本找不到石墨矿的踪迹。中国宝安2010年半年报中对无形资产的详细披露如表0-1所示。

表0-1 中国宝安2010年6月30日无形资产账面原值 （单位：元）

项目	期初账面余额	本期增加	本期减少	期末账面余额
财务软件	2 228 145.95	192 446.13	18 845.00	2 401 747.08
景区经营权	12 000 000.00			12 000 000.00
林权	17 057 860.82			17 057 860.82
商标	16 262.49	3 000.00		19 262.49
土地使用权	255 639 536.51	136 257.00	16 515 633.98	239 260 159.53
专用技术	6 402 359.13	347 966.67	554 110.20	6 196 215.60
探采矿使用权	8 319 491.00	4 500.00		8 323 991.00
其他	4 946 288.60	294 800.00	507 998.23	4 733 090.37

中国宝安无形资产中只有832万元的探采矿使用权，试想一下，上亿吨的石墨矿资源能够以如此代价取得吗？如果我们再看一下公司2009年的年报，会发现这些探采矿使用权主要是2009年取得的，而年报中虽然没有直接披露是何种矿产，但"管理层讨论与分析"部分中的一段陈述足以让我们知道那是红柱石矿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本集团所属新疆矿业公司经过将近一年的组建，完成了矿山收购、矿区扩建改造、新厂建设和生产设备的采购引进、安装调试工作，于2009年6月底正式投产。下半年已累计开采红柱石原矿石约9.5万吨，生产精矿产品近3 000吨。此外，公司获得了矿区面积达16平方公里的库尔勒市琼赛布拉克红柱石探矿权利，从战略上增加公司的红柱石矿产资源储备。

有报道称，中国宝安旗下贝瑞特公司网站上曾有公司拥有石墨矿资源的陈述，但分析师、投资者难道不应该和年报信息验证一下吗？古人说得好——兼听则明，偏听则暗。

然而，如果过于看重年报，也有可能错失一些大牛股，如中恒集团，这是2010年的大牛股，全年上涨了167.56%。

中恒集团于2010年4月26日公布了2009年年报，每股收益为0.482元，而其4月末的收盘价为37.37元，市盈率为77.53倍。虽然市盈率看上去已经很高，却并不妨碍公司股价在2010年后8个月里上涨了89.88%。

如果只看年报，我们或许不敢买入这只股票。

首先，这家公司的盈利能力（以扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率来衡量）只是到了2009年才显得出色，但资产负债率偏高，表明在利用了高财务杠杆后才获得了高净资产收益率（见表0-2）。2009年年末，中恒集团的银行借款为6.35亿元，超过了所有者权益（5.77亿元）。

表0-2　中恒集团净资产收益率和资产负债率　（%）

年　份	2006	2007	2008	2009
扣除/加权净资产收益率	5.45	10.77	10.27	19.73
资产负债率	65.73	63.35	56.89	61.65

其次，尽管中恒集团近年来净利润逐年增长，但股东们却拿不到多少股息。2010年中期中恒集团分配了一次利润，派息仍是少得可怜，每10股0.25元而已（见表0-3）。

表0-3　中恒集团派息率　（单位：万元）

年　份	2006	2007	2008	2009
归属于上市公司股东的净利润	2 072	3 658	4 701	12 571
派息	0	0	326	0
派息率（%）	0.00	0.00	6.93	0.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，虽说中恒集团近年来利润增长极快，然而令人遗憾的是，公司年报中披露的信息却过于简略。中恒集团利润增长的主角是医药制造业，而医药制造业的主角又是注射用血栓通。但是，我们无法从年报中获知血栓通这一产品的销售收入和毛利率的具体情况（见图0-1）。

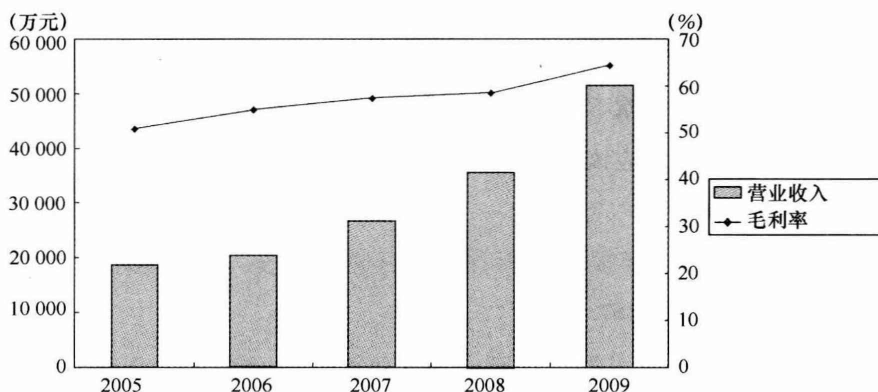


图 0-1　中恒集团医药制造业营业收入和毛利率

根据中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号〈年度报告的内容与格式〉》（2007年修订）第三十三条规定，"公司应当根据自身实际情况，分别按行业、产品或地区说明报告期内公司主营业务收入、主营业务利润的构成情况。对于占公司营业收入或营业利润总额10%以上的业务经营活动及其所属行业，以及占营业收入或营业利润总额10%以上的主要产品，应分项列示其营业收入、营业成本、营业利润率，并分析其变动情况"。

然而，中恒集团在2006年曾披露了血栓通系列产品的相关数据，随后3年却没有披露。如果说血栓通产品2006年就占了公司营业收入或营业利润总额10%以上，那么随后几年其比例理应更大。中恒集团在2009年年报中称，"2009年，公司医药制造业的营业收入和营业成本比上年同期有较大增加是因为制药公司主导产品注射用血栓通的销售大幅增长所致"。同样的陈述在2007年和2008年的年报中都出现过。

不披露主要产品的相关数据显然不利于投资者判断公司的前景，甚至会制造疑惑。中恒集团2010年上半年毛利率大幅提高（见表0-4），公司方面的解释是："报告期内，公司医药制造业的营业收入、营业利润率同比大幅增长、营业成本大幅降低主要是毛利率较高的药品销售占销售总额的比重加大影响所致。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 0-4　中恒集团 2009 年、2010 年上半年医药制造业经营情况（单位：万元）

	2009 年上半年	2010 年上半年
营业收入	24 018	36 503
营业成本	9 271	6 060
毛利率（%）	61.40	83.40

然而，如果毛利率较低的产品销售量不变，即使毛利率较高的产品销售大幅增长，恐怕营业成本也不会大幅降低吧？由于中恒集团没有披露主要产品的相关数据，使得我们无法判断公司除血栓通外其他医药产品的销售情况，也就难以判断如果血栓通销售增长放缓后公司还能有多大的后劲。

除此之外，中恒集团按地区披露的经营数据也很简陋，按其披露，公司的全部收入均来自梧州市，这种披露对投资者来说是没有什么用的。

巴菲特被人们称为股神，但不可否认的是，他也错过了很多大牛股。考虑到巴菲特主要依靠年报做出投资决策，以及他说过的下面一段话，这似乎是顺理成章的事情。

我并没有使用什么预测的方法，预测创造了一个看似精确的假象。数字越精确，你就越应该当心。我们很少看预测数字，却非常看重企业过去的轨迹。如果一家公司的过去不堪回首，而未来一片光明，我们会放弃这家公司。

不久前巴菲特和威尔伯在天然气投资方面的分歧是其投资哲学保守的又一例证，有兴趣的朋友可以读一读《证券市场周刊》2011 年第 12 期文章《巴菲特与威尔伯："论剑"天然气投资》[⊖]。文中引用的一段话充分展示了巴菲特是如何思考的：

大家知道，我们未来将需要更多的天然气，而且与石油相比，每单位的天然气具有更大的热量并且价格便宜，此外它还是所有能源中最为清洁的。但是，最终来说，价格取决于供给和需求。而且，即使需求有所上升，我不知道供给上升的速度是否会更快。截至目前，在过去的几年中，大家知道天然气的表现非常令人失望，但是这并不是说在发掘方面令人失望，也不是在产量方面令人失望，而是因为有太多的天然气。我不知道，因为我不擅长预测接下来的一年或者五年

⊖ http://www.capitalweek.com.cn/article_9116.html.

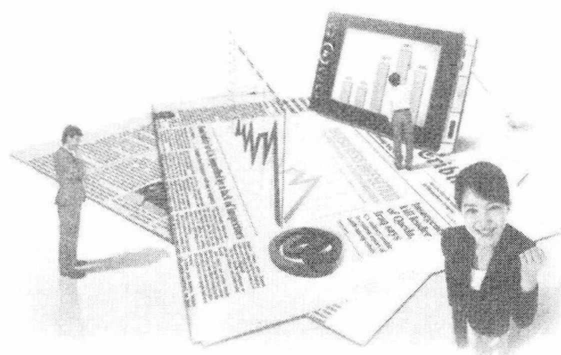
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中这种情况是不是会发生变化，而且我也不想参与其中。

从上面这段话来看，巴菲特不会基于对企业未来过于乐观的预测买入股票。想想2007年12月刚上市时金风科技（002202）是何等地受追捧，到如今股价（2011年4月8日收盘价）反而比上市首日开盘价还跌了31.03%，巴菲特的保守自有其道理。

人的性格不一，更积极的投资者也未必不能成功。不过，如果是基于对企业前景的乐观预期买入股票，则预期所依据的信息是否真实、全面至关重要，而在获取信息方面，中小投资者没有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录

推荐序一　财报分析四重维度的整合（汤谷良）

推荐序二　价值投资从价值评估开始，价值评估从会计数字开始（姜国华）

前言　价值投资从阅读年报开始

第一部分　活用财务指标

第1章　读财报无捷径　2

第2章　盈利能力分析　7

净资产收益率最重要　7

为什么不是 ROIC　9

为什么不是 ROA　15

推荐扣除/加权净资产收益率　19

关注非经常性损益的界定　25

净资产收益率的不足：未考虑其他综合收益　27

关注高 ROE 能否持续　30

超额现金难确定　34

现金多少合适　37

毛利率应该怎样算　42

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注营业利润率 46

第3章 偿债能力分析 52

高财务杠杆公司要区别对待 52
巧设财务指标判断房企财务状况 56
流动比率大于2的意义 60
辩证地看待大秦铁路的流动比率 64
利息保障倍数该怎么算（1） 67
利息保障倍数该怎么算（2） 69

第4章 成长能力分析 73

冷眼看成长 73
谨慎看待企业中短期成长趋势 78
过去十年谁高速成长 83
竞争优势比成长性更重要 88
张裕：整改是利好还是利空 92
财务分析与短期盈利预测（1） 98
财务分析与短期盈利预测（2） 102

第5章 营运能力分析 106

应收账款不能只算周转率 106
关注应收账款季度变化 110
分清主动和被动 114
魔鬼在细节中 117
深入理解才能正确计算财务指标 121
如何正确评价房企的资产周转速度 123
快速开发不是教条 132

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章　杜邦分析几乎误导了我　140

第7章　创造我们自己的财务指标　144

第二部分　透视会计数字

第8章　看透会计利润　150

会计利润与企业内在价值并非总是同进退　150
关注长期平均盈余　153
重视“所有者收益”　158
没有必要为房企估算一个“实际净利润”　160
现金流比利润更重要　163
为什么股权激励是真实的费用　167

第9章　需要特别注意的事项　169

分部信息　169
合并报表和母公司报表　176

后记　182

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

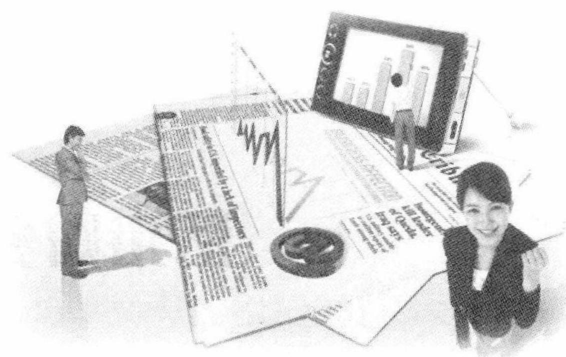
第一部分

活用财务指标

第 1 章　读财报无捷径
第 2 章　盈利能力分析
第 3 章　偿债能力分析
第 4 章　成长能力分析
第 5 章　营运能力分析
第 6 章　杜邦分析几乎误导了我
第 7 章　创造我们自己的财务指标



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 1 章

读财报无捷径

随着价值投资理念在国内的传播，越来越多的人知道了巴菲特。这位有着“股神”称号的投资大师，通过投资成为全球数一数二的富豪，而他了解企业的主要方法就是阅读年报。那么，巴菲特是如何读年报的？无数人想知道答案，于是乎，一本名为《巴菲特教你读财报》[㊀]的书风靡一时。书的第一作者玛丽·巴菲特（以下简称玛丽）是巴菲特的前儿媳，虽说只是前儿媳，比起我们这样只能读“巴菲特致股东的信”来学习的人来说，应该就是权威了。难得的是，书中导读部分还有这样的话。

其实分析财务报表很简单。

第一，只用小学算术。

第二，只需要看几个关键指标。

第三，只需要分析那些业务相当简单，报表也相当简单的公司。

必须承认，该书写得确实通俗易懂，远非我所能及。不过，按照玛丽在书中的教导，是否就足以发现具有持久竞争优势、能够保持盈利持续增长的优秀企业

㊀ 玛丽·巴菲特，戴维·克拉克．巴菲特教你读财报［M］．李凤，译．北京：中信出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？我心存疑虑，于是用Wind资讯的数据库作了一番检验。

首先，玛丽强调毛利率和净利润率（净利润/营业收入）的重要。

通用规则（当然也有例外）：毛利率在40%及以上的公司，一般都具有某种可持续性竞争优势；而毛利率低于40%的公司，则一般都处于高度竞争的行业，因为竞争会削弱行业总利润率。如果一个行业的毛利率低于20%（含20%），显然说明这个行业存在着过度竞争。在此类行业中，没有一家公司能在同行竞争中创造出可持续的竞争优势。

出于稳妥考虑，我们应该查找公司在过去10年的年毛利率，以确保其具有“持续性”。巴菲特知道在寻找稳定竞争优势的公司时，必须注意持续性这一前提。

一条简单规律（当然不乏例外）：如果一家公司的净利润一直保持在总收入的20%以上，很有可能，这家公司具有某种长期的相对竞争优势。

那么，我们的第一步就是从数据库中筛选出毛利率在40%以上、净利润率在20%以上的上市公司，我们选定的时间范围为2000～2009年。很幸运，在1 936家A股上市公司中，有15家符合上述条件，当然，也有些很优秀的公司是因为上市时间不长、历史数据不够被淘汰了。这15家公司如表1-1所示。

表1-1 A股市场高利润率的上市公司

证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
600519. SH	贵州茅台	600007. SH	中国国贸
600033. SH	福建高速	600350. SH	山东高速
600368. SH	五洲交通	000916. SZ	华北高速
600012. SH	皖通高速	000022. SZ	深赤湾A
600269. SH	赣粤高速	600377. SH	宁沪高速
000429. SZ	粤高速A	000088. SZ	盐田港
000792. SZ	盐湖钾肥	600323. SH	南海发展
600548. SH	深高速		

其次，玛丽还认为债务股权比率可以帮助我们判断一家公司是否具有持续性竞争优势。

这里有个简单的规律，就是除非我们是在寻找金融机构，否则一旦我们看到一家公司调整后的债务股权比率低于0.80（越低越好）的话，那很可能这家公司就是我们梦寐以求的、具有持续性竞争优势的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务股权比率＝总负债÷股东权益

玛丽所谓的调整其实就是考虑库存股票的因素，这一因素在A股市场不用考虑，我们可以将其转化一下，债务股权比率低于0.80就是资产负债率低于44.44%。

我们据此进行第二轮筛选。在15家公司中，粤高速、盐湖钾肥、深高速、中国国贸和南海发展2009年年末的资产负债率高于45%，分别是54.98%、46.07%、60.08%、51.36%和47.84%，于是，在淘汰掉这5家公司后，还剩下10家上市公司。不过，淘汰赛还没有结束。

玛丽认为，那些受益于某种持续性或长期竞争优势的公司往往有较高的股东权益回报率，这一点我很赞同。不过，与上面不同，玛丽没有给出一个及格线，考虑到书中下面这段话，我们将其定为15%。

让我们将目光转向高度竞争的航空业。该行业没有一家公司拥有可持续的竞争优势，因此它们的股东权益回报率相形见绌。联合航空公司在繁荣时期的股东权益回报率仅为15%，美国航空公司的股东权益回报率只有4%。德尔塔航空公司和西北航空公司压根儿就没有赚过任何利润，其股东权益回报率为零，甚至为负值。

加上这个限制后，我们第三轮又筛掉了8家公司，如表1-2所示。

表1-2 低ROE公司

证券代码	证券简称	2009年度扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率（%）
600368.SH	五洲交通	6.96
600012.SH	皖通高速	13.20
600269.SH	赣粤高速	14.25
600350.SH	山东高速	11.35
000916.SZ	华北高速	7.31
000022.SZ	深赤湾A	14.85
600377.SH	宁沪高速	12.55
000088.SZ	盐田港	11.77

这样，三轮下来，就只有贵州茅台和福建高速硕果仅存了。可惜，它们也未必能坚持到最后。玛丽在书中还讲了这么一条法则。

巴菲特发现，如果一家公司将净利润用于资本开支的比例一直保持在50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下，那么你可以把它列入具有持续竞争优势公司的候选者名单。如果该比例保持在低于25%的水平，那这家公司就很可能具有有利的持续性竞争优势。

按玛丽的算法，我将贵州茅台和福建高速2000~2009年累计净利润（注意，不是归属于上市公司股东的净利润，还包括了少数股东损益）和累计“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”（此处我们用这一指标来计算资本支出）进行比较，福建高速10年累计净利润为55.19亿元，而资本支出为50.14亿元，显然达不到要求；贵州茅台10年累计净利润167.60亿元，资本支出59.41亿元，净利润用于资本支出比例为35.45%，也只是能列入“具有持续竞争优势公司的候选者名单”而已。

玛丽还有一些相似的财务比率法则用来判断一家公司是否具有持续竞争优势，我就不继续拿来检验贵州茅台了。现在的问题是，您是否觉得贵州茅台太孤单了？难道在A股市场我们做价值投资就只能选择这一只股票？考虑到贵州茅台是2002年上市的，我们最早只能看到它1998年的财报，这意味着我们还只能在其2007年年报公布后才可以投资。

答案当然是否定的！其实，巴菲特投资的很多公司都不符合玛丽这些机械的财务比率法则。

先来看内布拉斯加家具城（Nebraska Furniture Mart，NFM），巴菲特对其创始人B夫人推崇备至。在1984年致股东的信中有这样一段陈述。

根据去年年报，全美最大的家具零售商——Levitz自夸其所卖价格要比当地所有传统家具店要便宜得多，而该公司的毛利率却高达44.4%（即消费者每付100美元所买的货品，公司的成本只要55.6美元）。而NFM的毛利率却只有前者的一半，其所凭借的便是优异的效率（包含薪资、租金与广告费等成本只占营业额的16.5%）。我们不是要批评Levitz，事实上该公司的经营也颇出色，只是NFM的表现实在是太好了（记着这一切的一切都是从B夫人1937年的500美元本钱开始的），靠着精打细算与大量采购的成本优势，NFM在贡献股东盈余的同时，也替顾客节省了可观的消费支出，这一点也使得该公司的客户分布越来越广。

Levitz的毛利率高达44.4%，这符合玛丽的法则，而巴菲特却更推崇毛利率只有它一半的NFM，这是为什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再来看喜诗糖果，这家公司被认为是巴菲特以合适的价格购买优秀公司的开始。我们来看一下它的净利润率（见表1-3）。

表1-3 喜诗糖果净利润率 （单位：千美元）

年份	销售收入	税后盈余	净利润率（%）
1972	31 337	2 083	6.65
1973	35 050	1 940	5.53
1974	41 248	3 021	7.32
1975	50 492	5 132	10.16
1976	56 333	5 569	9.89
1977	62 886	6 154	9.79
1978	73 653	6 178	8.39
1979	87 314	6 330	7.25
1980	97 715	7 547	7.72
1981	112 578	10 779	9.57
1982	123 662	11 875	9.60
1983	133 531	13 699	10.26

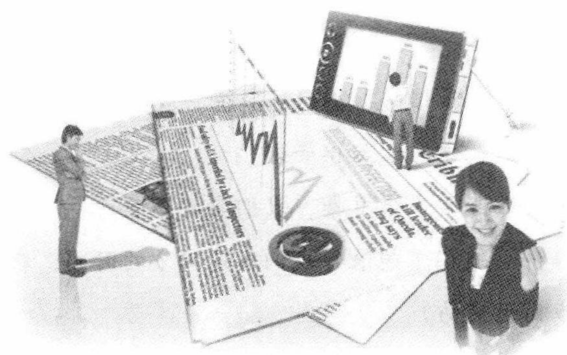
从表1-3中看，喜诗的净利润率是远远达不到20%的及格线的，不过，这并没有妨碍巴菲特用前所未有的高价去收购它。

类似的案例还有很多。不过，从我们引用的文字中也可以发现，玛丽承认她总结的法则有例外。问题是，如果例外太多，法则确定一个及格线的意义还有多大？当例外发生时，我们该怎么办？很遗憾，玛丽没有告诉读者。

我的答案是，分析一家公司时要从全局角度辩证地进行分析，遗憾的是，这并非只看几个指标就能做到。在某种程度上，分析企业与中医给人看病一样，只背熟几个药方是远远不够的，而成为一个优秀的医生，难度之大也是可想而知的。

读财报无捷径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章 盈利能力分析

净资产收益率最重要

前面讲过，分析一家上市公司并非只看几个财务指标就可以搞定。其实，财务指标只是我们分析企业时的入门手段。正如，习武者往往从一招一式开始学起，当他们成为高手后却能够不拘泥于招式，最终以无招胜有招。

本书的读者应该还不是高手，还需要经过一段时间才能会用、用好财务指标作分析。那么，在接触到一家企业时，我们首先应该看它的什么指标呢？我认为答案应该是——净资产收益率。

巴菲特曾经这样说：**“对管理经济表现的主要评价标准是对使用的权益资本实现高收益率（没有过高的财务杠杆、会计花招等），而不是实现每股收益的持续增长。”**[⊖]

巴菲特还曾列出他收购企业的标准：

（1）大公司（至少有5 000万美元的税后利润）；

⊖ 摘自1979年巴菲特致股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 证明有持续的盈利能力（预测未来我们不感兴趣，“扭转”局面我们也不感兴趣）；

(3) 在少量举债或不举债时，公司的净资产收益状况良好；

(4) 管理得当（我们不可能提供管理）；

(5) 业务简单（如果技术太复杂，我们会弄不明白）；

(6) 明确的售价（我们不想浪费我们或是卖方的时间，在价格不明朗的时候商讨，甚至是初步商讨交易）。㊀

不只是巴菲特，世界顶级评级机构晨星公司股票研究部的负责人帕特·多尔西也很注重资本回报率，他在《巴菲特的护城河》一书中给出了一个如何识别“护城河”的分析框架。

步骤1：从历史上看，公司是否拥有可观的资本回报率？

步骤2：公司是否拥有如下所示的一种或多种竞争优势——高转换成本、网络经济、低生产成本和无形资产？

步骤3：公司的竞争优势有多强大？这种竞争优势能否长久维持，抑或只是昙花一现？㊁

从后面的例子来看，多尔西上面所说的资本回报率就是净资产收益率。㊂

那么，为什么净资产收益率如此重要呢？我认为首先是因为它最直接地体现出了股东们对所投资企业的要求——用好股东们对企业投入的资本，尽量使它们产生最大的效益。至于被投资企业如何满足股东们的这一要求，是优质优价，还是薄利多销？重要性相对来说就要差一些了。

按一般的教科书体系，财务指标分析可以分为四类：盈利能力分析、偿债能力分析、成长能力分析和营运能力分析。按这样的分类方法，净资产收益率应该属于其中的盈利能力分析指标，不过，与其他指标不同的是，净资产收益率是一个综合指标。

很多读者知道杜邦分析法，它告诉我们，净资产收益率可以作如下分解

㊀ 摘自1991年巴菲特致股东的信。

㊁ 帕特·多尔西．巴菲特的护城河［M］．刘寅龙，译．广州：广东经济出版社，2009.

㊂ 中文版译为“股东权益回报率”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$
\begin{aligned}
\text{净资产收益率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{净资产}} \\
&= \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{净资产}} \\
&= \text{净利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}
\end{aligned}
$$

净利润率是衡量企业盈利能力的指标，总资产周转率是衡量运营能力的指标，权益乘数则反映了企业的财务结构，而财务结构往往被用来衡量企业的偿债能力。

由杜邦分析法的上述分解，我们就可以知道为什么有些企业给了股东很高的回报，而有些企业只是浪费股东投入的资金。从巴菲特写过的一篇文章——“通货膨胀如何欺骗投资者”，我们可以知道他是使用杜邦分析法的高手。

为了提高净资产收益率，企业至少需要做到下面的其中一项：

(1) 提高周转率，也就是销售额与总资产的比；

(2) 更廉价的财务杠杆；

(3) 更高的财务杠杆；

(4) 更低的所得税；

(5) 更高的销售利润率。

既然提高净资产收益率的途径如此之多，我们就没有必要将其中一项（如销售利润率）看得过重。更进一步说，对不同的行业，财务指标的重要性也会有所差异。如前面提到的内布拉斯加家具城所在的零售行业，周转率就可能比利润率更重要。企业采取不同的竞争战略也可能使得其所看重的财务指标存在差异。但无论企业处于什么行业，采取何种战略，只要最终能够给股东带来丰厚的回报就是好企业。

为什么不是 ROIC

虽说净资产收益率很重要，但有些投资者却更喜欢其他指标，如投入资本收益率（ROIC）。晨星公司股票研究部负责人帕特·多尔西在《股市真规则》[⊖]一书中称 ROIC 为“一个久经考验的分析资本收益的比率……它是一个比资产收益率和净资产收益率更全面、更好的度量盈利能力的工具。”不过，这世上并不存在十全

⊖ 帕特·多尔西. 股市真规则［M］. 司福连，刘静，译. 北京：中信出版社，2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十美的财务指标，ROIC 也不例外。理由有二，首先，高 ROIC 并不一定能转化成高 ROE（净资产收益率），而后者与股票投资者的利益相关程度更高；其次，有时 ROIC 也并不能完全反映企业核心业务的盈利能力。

ROIC 的计算方法有很多版本，在这里我们采用《股市真规则》中的方法：

$$ROIC = 税后净营业利润(NOPAT)/投资资本$$

式中，税后净营业利润 = EBIT × (1 − T)(EBIT 为息前税前利润，T 为企业所得税税率)，投资资本 = 总资产 − 不附带利息的流动负债 − 超额现金。

在多尔西看来，ROIC 的高明之处主要是去除了企业不同的融资决定造成的影响（不管是使用债权融资还是股权融资），这样我们就可以尽可能地聚焦在核心业务的盈利能力上。更具体些，ROIC “改进了资产收益率和净资产收益率，因为它把负债和权益放在一个彼此相当的位置上：它把与负债相关的扭曲矫正过来，这些扭曲使公司在使用净资产收益率时因为具有很高的杠杆作用看起来收益性很好”。

此外，由于 ROIC 在计算过程中剔除了超额现金等非经营性资产的影响，人们认为这样可以更准确地反映企业核心业务的盈利能力，这是因为企业绩效与占用资源更加匹配。

尽管 ROIC 有诸多好处，但对股票投资者来说，恐怕还是 ROE 更实惠。这就好比我们在计算好企业价值后，还要减去债权价值，得到的股权价值才是股票投资者的最终目标。于是，问题来了，某些上市公司 ROIC 高于 ROE，但是投资者真的能够期望它们的高 ROIC 转化成高 ROE 吗？

ROIC 比 ROE 高的企业大致可以分为两类：第一类是少数股东权益收益率较高的企业；第二类是拥有较多超额现金或其他非经营性资产的企业。还有一类是不使用或较少使用财务杠杆的企业。

先看第一类企业，在上市公司中，有很多企业少数股东比上市公司（母公司）的投资者要幸福得多。表 2-1 中我们列出了一些这样的公司。

以三爱富为例，以 3 季报数据计算，其少数股东权益收益率（少数股东损益/少数股东权益）为 12.93%，而净资产收益率只有 1.58%。再考虑到三爱富还有 12.10 亿元的银行借款，这样的公司，不用计算我们就能知道其 ROIC 要比 ROE 高很多，但是，这样的高 ROIC 对投资者来说可能是没什么意义的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2-1 2008年前3季度少数股东损益相对较多的上市公司

（单位：万元）

证券代码	证券简称	归属母公司所有者的净利润	少数股东损益	少数股东损益/归属于母公司所有者所有的净利润（%）
600636. SH	三爱富	124	2 619	2 110. 80
600380. SH	健康元	227	4 488	1 979. 43
600764. SH	中电广通	154	1 875	1 216. 79
600331. SH	宏达股份	2 537	19 291	760. 45
600507. SH	长力股份	100	555	554. 98
000973. SZ	佛塑股份	776	2 654	341. 84
002041. SZ	登海种业	987	3 325	336. 84
600236. SH	桂冠电力	1 432	4 124	287. 88
600652. SH	爱使股份	6 537	17 486	267. 49
600648. SH	外高桥	123	328	267. 19

也许会有投资者认为三爱富等公司并非好的投资对象，那么我们以万科为例好了。2008年3季报公布后，有投资者问为什么公司3季度营业收入同比增长74%而权益净利润下降了13.4%。万科执行副总裁兼新闻发言人肖莉女士在回答中强调因为合作项目的存在，报表中结算收入和权益净利润存在口径差异——其实就是少数股东损益的影响。2008年3季度，万科的少数股东损益为1.12亿元，而上年同期仅为4 085万元，增长了1.75倍。3季度少数股东权益收益率为1.66%，而净资产收益率只有0.72%。

从报表数据来分析，未来万科少数股东损益对公司的影响还将更大。2008年9月30日，万科的少数股东权益为67.62亿元，而年初仅为46.41亿元，增长了45.70%，与此同时归属于母公司所有者的权益仅增长了2.77%。由于万科可以通过合作项目拿到价格低廉的土地，因此公司很有可能将这种经营方式继续发扬光大，不过因此而得到的高ROIC对投资者来说是可望而不可即的。

第二、三类企业的讨论我们以五粮液（000858. SZ）为例。五粮液2007年的净资产收益率是15.35%，这家公司没有银行借款，少数股东损益占净利润的比例也几乎可以忽略不计，造成ROIC与ROE差异的主要是超额现金。2007年年末五粮液的货币资金为40.61亿元，而公司的总资产不过115.72亿元，年营业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入更是只有 73.29 亿元，无论是相对于资产还是收入，公司的现金都显得过多。我们假设其中 20 亿元为超额现金，据此计算公司的 ROIC 为 19.31%。

纯粹按公司金融理论，五粮液只需简单地做两件事情就可以提高公司的净资产收益率：适当使用财务杠杆，将超额现金以现金红利形式派发给股东。假设五粮液增加 10 亿元的银行借款，借款利率以一年期贷款基准利率计；超额现金为 20 亿元，全部派发给股东。这样做之后，五粮液的资产负债率约为 30%（依然很安全），而净资产收益率可以提升至 20% 以上。

但是，这样的好事能发生么？了解五粮液的投资者恐怕不会太乐观。事实上，五粮液存在大量超额现金正是公司吝于分红的结果（见表 2-2）。

表 2-2 五粮液五年现金分红情况 （单位：万元）

年份	2003	2004	2005	2006	2007	合计
归属于母公司所有者所有的净利润	70 297	82 800	79 135	117 012	146 892	496 136
派息	27 114	0	27 114	16 268	0	70 496
派息率（%）	38.57	0.00	34.26	13.90	0.00	14.21

在 2007 年年报中，五粮液为不分红罗列了整合五粮液集团所属酒类部分相关资产、构建配送中心等五项理由，然而，即使是号称以减少关联交易为目的的资产整合也难以做到以股东利益为重。据媒体 2008 年 8 月报道，五粮液集团的进出口公司“变相”成了上市公司的一个购销平台，关联交易巨大，受人诟病，在资产整合方案却并无纳入上市公司的打算。对此，五粮液董事长唐桥先生向记者解释道：“上市公司的酒主要通过集团进出口公司来销售，是为了满足‘淡储旺销’的需要，从而减少上市公司大量流动资金的占用。”这显然是借口，难道五粮液（上市公司）的资金匮乏吗？事实上，公司存在大量的超额现金，却只能放在银行吃利息。上述报道最终得出的结论是“让集团的进出口公司来承担上市公司酒的存储任务，而不是选择其他的公司，也是为了保证集团的利益。在采访中，就有负责人向记者叫苦，‘当初，集团将最优质的资产剥离上市，现在，集团还有 15 000 人也要吃饭’。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间到了2008年年末，五粮液的资产整合方案尚未实施，而同年3季报显示公司的货币资金从年初的40.61亿元猛增到了58.39亿元。

ROIC在判断一家企业核心业务的盈利能力时同时考虑股权和债权，这就有效地防止了某些项目借助财务杠杆达到较高的股权投资收益率，不过，有时候考虑一下政府税收的影响也是必要的。

我们以白酒行业几家龙头企业为例展开讨论。2008年前3个季度，山西汾酒（600809.SH）的净资产收益率只有14.03%，而贵州茅台（600519.SH）为29.70%，五粮液（000858.SZ）为14.24%，泸州老窖（000568.SZ）为32.86%（见表2-3）。山西汾酒的ROE不但远低于贵州茅台和泸州老窖，甚至低于拥有大量超额现金以及有着极大嫌疑通过关联方式向关联方输送利益的五粮液，这除了公司经营方面的因素外，还因为公司净利润中有相当大的一部分为少数股东所占有。在这种情况下，ROIC指标有助于投资者判断山西汾酒的真正盈利能力。

表2-3 贵州茅台、五粮液、山西汾酒和泸州老窖2008年前3季度净利润归属情况

（单位：万元）

	贵州茅台	五粮液	山西汾酒	泸州老窖
净利润	330 420	160 409	25 028	108 541
归属于母公司所有者的净利润	314 476	158 935	19 935	108 487
少数股东损益	15 944	1 474	5 093	54
少数股东损益占净利润比重（%）	4.83	0.92	20.35	0.05
上市公司占销售公司股权比例（%）	95.00	99.00	60.00	

山西汾酒的少数股东损益之所以占净利润较大的比例，主要是因为上市公司占销售公司的股权比例过低。熟悉白酒企业的投资者知道，很多企业设立了销售子公司，将利润更多地体现在销售环节（即销售公司）可以有效地规避消费税，虽然如此，山西汾酒的消费税负担远比同行重（见表2-4）。

表2-4 贵州茅台、五粮液、山西汾酒和泸州老窖2008年前3季度消费税影响比较

（单位：万元）

	贵州茅台	五粮液	山西汾酒	泸州老窖
营业收入	648 652	657 868	112 590	307 689
毛利率（%）	90.52	54.48	76.87	65.11
营业税金及附加	53 372	45 947	16 857	21 757
净利润率（%）	48.48	24.16	17.71	35.26
营业税金及附加/收入（%）	8.23	6.98	14.97	7.07

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之所以会出现上述现象，是因为山西汾酒（母公司）向销售子公司销售时价格相对较高，使得公司产品的销售利润大多体现在了生产环节。2008 年上半年，贵州茅台合并报表的酒类产品毛利率为 90.43%，母公司报表毛利率为 67.35%，两者相差 23.08 个百分点；同一时间山西汾酒合并报表酒类产品的毛利率为 75.59%，母公司报表毛利率为 65.34%，只相差 10.24 个百分点。

正是由于消费税负担以及少数股东损益等诸多因素的作用，尽管山西汾酒的毛利率在几家白酒企业中并不算低，最终净利润率（归属于母公司所有者的净利润/营业收入）却最低。少数股东损益的影响 ROIC 可以消除，但对上述消费税的影响，ROIC 也无能为力。从理论上说，山西汾酒可以通过降低（母公司）在生产环节方面的售价减少消费税的负担，因此，其核心产品的盈利能力要强于报表所显示的水平。当然，也很有可能山西汾酒目前的税负水平是公司本身不能左右的，如果是那样，则又是对我们前面所述企业业务的高盈利能力未必能转化为投资者收益的又一例证。

好的财务指标能够为投资者提供分析的思路和线索，却并不能代替对企业的深度分析，ROIC 也是如此。对投资者来说，发现高 ROIC 的上市公司固然不错，不过如果这种高 ROIC（在不增加风险的情况下）能够转化成高 ROE 就更好了。

2009 年，五粮液的净资产收益率为 22.73%，比 2007 年提高了 7.38 个百分点。这主要是因为公司的净利润率从 20.10% 提高到了 31.15%，2009 年度，公司通过收购集团公司酒类相关资产及设立酒类销售公司等重大措施解决了大部分关联交易，这实为投资者的幸事。但是，从表 2-5 中数据来看，五粮液存在大量超额现金的问题依然没有得到解决。

表 2-5 五粮液的货币资金 （单位：亿元）

年份	2007	2009
年末货币资金	40.61	75.44
营业收入	73.29	111.29
年末总资产	115.72	208.49
货币资金/营业收入（%）	**55.41**	**67.79**
货币资金/总资产（%）	**35.09**	**36.18**

因此，我倾向于像巴菲特那样在选择可投资的对象时，先寻找高净资产收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率的上市公司，然后剔除掉其中负债率高的公司，而不是直接寻找高 ROIC 的公司，找到后却发现有些公司的 ROE 不理想甚至预计其长时间以后也还不理想。

为什么不是 ROA

部分投资者青睐总资产收益率（ROA）这个指标。不过，有趣的是，他们的理由是 ROA 可以帮助投资者识别假账。例如，有这样一篇博文。



好好用用 ROA 识别假账[⊖]

有一次和一位会计师朋友聊天，我问他，你是怎么看出来是假账的？他嘿嘿地笑，就是不肯相告，我气他："哎，你们全是做假的！"他一听，不高兴了："大部分会计师还是有良知的。"我说："不见得，你有良知，那为什么还有那么多股民的钱被你们做出来的业绩骗光了。"他说："这是哪里话，谁让他们看不透呢！"

"怎么看不透呢？你倒是说说看，别卖关子。"

"净利润高增长是很假的，你相信那些增长 500% 的利润吗？"

"嗯，有可能，大部分都有很多的水分。"

"你知道那水分来自哪里吗？"

"就是要请教你啊。"

"假设一家企业，去年只有 1 000 万的利润，今年突然就增长到 5 000 万，好吗？"

"那当然好，增长快嘛。"

"可那是炒股炒来的。"

"你怎么知道那是炒股炒来的？"

"看投资收益。"

"还有呢？我发现有些企业并没有投资收益啊。"

"这个就要具体分析了。"

⊖ 转自李石养的博客，http：//blog. sina. com. cn/s/blog_6116f26c0100ndjf. html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"有什么既简单又实用的方法?"

"有，可以测算多年的 ROA。"

"为什么 ROA 可以看出假账?"

"也不是说可以看出来，而是可以由异常的 ROA 变化引起怀疑。如果我发现一家企业的 ROA 一直呈现下降的水平，而净利润却在一直增长，这是很明显的做假账的迹象。可以进一步查看其多年来的现金流，如果现金流也是很差，那基本上就是在做假账，要不就是靠炒股炒出来的业绩。"

"为什么可以用 ROA 做这样的判断呢?"

"哈哈，这个就自己多动脑筋吧。我只能告诉你，ROA 确实非常有效。"

我明白了，因为 ROA 是资产收益率，无论企业采用了何种程度的杠杆，ROA 都能反映出其资产盈利水平来，有些企业使用各种各样的假账方法，通常都是在不同资产之间调配，这并不能逃出 ROA 的掌心。

为什么 ROA 能帮助我们识别假账呢?作者给出的答案其实并不准确。我们知道，一家企业的盈利肯定会表现在资产的增加上。以制造业企业为例，以高于成本的价格卖出产品后，则资产中的存货减少，应收账款或现金增加，而应收账款或现金增加的金额一定大于存货的减少。如果一家企业长期以来并不盈利，但靠做假账实现了账面盈利，那么其报表上资产中肯定有许多是虚假的。这些虚假的资产并不能产生真实的经济效益，会成为企业 ROA 指标越来越沉重的负担，直到其不堪重负。例如，如果某企业年初总资产为 9 亿元，当年实际上没有利润，却造假说赚了 1 亿元，总资产变成 10 亿元（为方便起见，这里不考虑税收因素），其 ROA 为 10%。到了下一个年度，为了保持 10% 的 ROA，则需要该企业的利润为 1.11 亿元，再下一个年度为 1.23 亿元……复利的威力是很大的。因此，部分造假企业后来会出现利润虽然增加，但 ROA 反而下降的现象。

不过，造假企业也并非完全没有办法来缓解甚至消除上述尴尬的局面。办法之一是现金分红，如果某上市公司的大股东直接或间接、或明或暗地持有了其大部分的股权，这样只需要给中小股东派发一小笔现金红利（真实的）就可以抹去账面上大笔的现金资产（大部分是虚假的），派发真实现金红利的损失大股东完全可以从所持股票的升值中弥补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办法之二是通过隐瞒负债的手段来遮掩造假痕迹。例如，造假企业可以声称向银行偿还贷款使得公司的货币资金减少了（这样资产和负债会同时减少），但事实则是该银行借款根本没有偿还或者又续借了，只是账面上没有记载这笔负债。

除此之外，造假企业肯定还有我们不知道的手法，但在上述两个办法下作为造假识别手段的 ROA 就未必好使了。相比较之下，ROE 比 ROA 更具鉴别力——在造假企业改用隐瞒负债的手段后，其资产减少了，但净资产没有减少，ROE 仍然是其沉重的负担。

投资者使用 ROA 指标时还需注意其计算方法问题，如果我们是在进行杜邦分析的过程中观察该指标，那么 ROA = 净利润/总资产，但多数时候，用税前利润/总资产更能衡量资产的盈利能力。毕竟，企业资产的来源包括股东权益和负债，而净利润只是股东权益的回报。

需要说明的是，我们不用太在意 ROA，至少不用像对待 ROE 那样在意。曾有一位不知名的朋友在邮件中向我问过这样的一个问题。

格力电器（000651）从 2000 年到 2007 年，投资报酬率就没有超过 5.1%，而最新的一年期银行贷款基准利率为 6.66%，也就是说，如果格力电器从银行贷款，连还银行的利息都挣不出来。格力电器只能借用经销商和供应商的款项。

这位朋友“投资报酬率”的计算过程如表 2-6 所示。

表 2-6 投资报酬率分析 （%）

年份	少数股东收益	总资产周转率	投资报酬率
1996	6.56	1.54	10.11
1997	6.38	1.74	11.09
1998	6.32	1.24	7.82
1999	4.70	1.43	6.74
2000	4.11	1.07	4.39
2001	4.03	0.95	3.83
2002	4.28	0.98	4.21
2003	3.40	1.21	4.12
2004	3.10	1.08	3.36
2005	2.81	1.44	4.06
2006	2.67	1.58	4.22
2007	3.39	1.49	5.04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我自己计算了一下，格力电器 2007 年的总资产为 255.48 亿元，净利润为 12.87 亿元，而 12.87/255.48 = 5.04%，看来，这位朋友所说的“投资报酬率”就是 ROA。

我不赞成这位朋友的结论，因为格力电器的运营其实可以不需要那么多的资产。我们先来看一下格力电器和其主要竞争对手——美的电器（000527）的资产结构有什么不同（见表 2-7）。

表 2-7 格力电器和美的电器 2007 年年末资产构成情况 （单位：亿元）

	格力电器		美的电器	
	金额	占总资产比例（%）	金额	占总资产比例（%）
货币资金	41.31	16.17	18.45	7.22
应收票据	74.10	29.00	11.42	4.47
应收账款	8.95	3.50	14.86	5.82
存货	72.26	28.28	68.10	26.66
固定资产	27.06	10.59	32.26	12.63
资产总计	255.48		173.26	

我们可以看到，格力电器的资产中，货币资金和应收票据占了 45.17%，而美的电器不过 11.69%。我们还知道，货币资金和应收票据在企业资产中的盈利能力是比较差的。因此，如果格力电器将总资产中货币资金和应收票据降到美的电器那样的水准，其 ROA 就会有相当大幅度的提升。那么，这样的事情难做吗？很容易！只要格力电器不向经销商预收货款就可以。问题是，能够预收货款是好事还是坏事？显然是好事。

举一个极端的例子，如果您经营一家企业，在 12 月 31 日谈成一笔生意，客户提出给您 20% 的预付款作为定金，假设金额为 100 万元，您是要还是不要这笔定金呢？如果要了，资产负债表中会同时增加 100 万元的资产和负债，但这笔钱显然是不能为当年增加什么利润了。您会认为收了这笔定金，会让企业的 ROA 下降，因此我不能收吗？

ROA 只是个过程指标，ROE 才是投资者最关注的终极指标。事实上，尽管货币资金和应收票据的盈利能力较差，但只要用心，还是能够为企业带来可观的经济效益的，而格力电器在这方面做得相当不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐扣除/加权净资产收益率

打开A股上市公司的年报，我们会发现它们一般披露了4种不同口径的ROE——全面摊薄净资产收益率、加权平均净资产收益率、扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率和扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（以下简称扣除/加权净资产收益率），如万科2009年年报中的相关内容如下表所示。

万科近3年主要会计数据及财务指标（单位：元）

	2009	2008	本年比上年增减	2007
基本每股收益	0.48	0.37	29.73%	0.45
稀释每股收益	0.48	0.37	29.73%	0.45
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.48	0.37	29.73%	0.45
全面摊薄净资产收益率	14.26%	12.65%	1.61个百分点	16.55%
加权平均净资产收益率	15.37%	13.24%	2.13个百分点	23.75%
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率	14.00%	12.73%	1.27个百分点	16.43%
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率	15.09%	13.33%	1.76个百分点	23.59%
每股经营活动产生的现金流量净额	0.842	(0.003)	28 166.67%	(1.519)
	2009年年末	2008年年末	本年年末比上年年末增减	2007年年末
归属于上市公司股东的每股净资产	3.40	2.90	17.24%	4.26

在4种口径的ROE中，最好算的就是全面摊薄净资产收益率了，只需用上市公司当年的归属于母公司所有者的净利润除以年末的净资产就行了。那么，为什么还会有其余3种ROE问世呢？

上市公司是按照证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第9号——净资产收益率和每股收益的计算及披露》（2010年修订）来进行披露的，而证监会制定这一编报规则的目的是“为规范公开发行证券的公司的信息披露行为，真实反映公司的盈利能力，提高净资产收益率和每股收益指标计算的合理性和可比性”。这就是说，最容易计算的全面摊薄净资产收益率存在不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们通常计算收益率，是以期初投资金额作为分母的。如我们年初将现金100万元投资于股票市场，到年底时变成了120万元，即赚了20万元，则收益率为20%（20÷100=20%）；但如果按照全面摊薄净资产收益率的算法，则是16.67%（20÷120=16.67%）。显然，收益率为20%更合理，也更符合人们的习惯。

但是，有时候情况会更复杂，如我们在年中追加了100万元资金，或者在年中抽出了20万元的资金，这时又该如何计算收益率呢？加权平均净资产收益率的诞生，正是为了解决上述问题，即用一年中投入资本的加权平均值作为收益率计算公式中的分母。

具体来说，按编报规则，加权平均净资产收益率的计算方法如下。

$$\text{加权平均净资产收益率} = P_0/(E_0 + NP \div 2 + E_i \times M_i \div M_0 - E_j \times M_j \div M_0 \pm E_k \times M_k \div M_0)$$

式中，P_0 分别对应于归属于公司普通股股东的净利润、扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润；NP 为归属于公司普通股股东的净利润；E_0 为归属于公司普通股股东的期初净资产；E_i 为报告期发行新股或债转股等新增的、归属于公司普通股股东的净资产；E_j 为报告期回购或现金分红等减少的、归属于公司普通股股东的净资产；M_0 为报告期月份数；M_i 为新增净资产次月起至报告期期末的累计月数；M_j 为减少净资产次月起至报告期期末的累计月数；E_k 为因其他交易或事项引起的、归属于公司普通股股东的净资产增减变动；M_k 为发生其他净资产增减变动次月起至报告期期末的累计月数。

报告期发生同一控制下企业合并的，计算加权平均净资产收益率时，被合并方的净资产从报告期期初起进行加权；计算扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率时，被合并方的净资产从合并日的次月起进行加权。计算比较期间的加权平均净资产收益率时，被合并方的净利润、净资产均从比较期间期初起进行加权；计算比较期间扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率时，被合并方的净资产不予加权计算（权重为零）。

下面我们来看两个全面摊薄和加权平均净资产收益率悬殊的案例。

第一个案例是同花顺（300033）。2009年度，同花顺全面摊薄净资产收益率为7.37%，而加权平均净资产收益率为55.96%。同花顺在年报中列出了加权平均净资产收益率的计算过程（见下表）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加权平均净资产收益率的计算过程

项目	序号	本期数
归属于公司普通股股东的净利润	①	74 735 230.00
非经常性损益	②	3 044 903.64
扣除非经常性损益后的归属于公司普通股东的净利润	③=①-②	71 690 326.36
归属于公司普通股股东的期初净资产	④	96 182 242.73
发行新股或债转股等新增的、归属于公司普通股股东的净资产	⑤	842 548 500.00
新增净资产次月起至报告期期末的累计月数	⑥	
回购或现金分红等减少的、归属于公司普通股股东的净资产	⑦	
减少净资产次月起至报告期期末的累计月数	⑧	
因其他交易或事项引起的、归属于公司普通股股东的净资产变动	⑨	
发生其他净资产变动次月起至报告期期末的累计月数	⑩	
报告期月份数	⑪	12
加权平均净资产	⑫=④+①×(①/②)+⑤×(⑥/⑪)-⑦×(⑧/⑪)+⑨×(⑩/⑪)	133 549 857.73
加权平均净资产收益率	⑬=①/⑫	55.96%
扣除非经常性损益加权平均净资产收益率	⑭=③/⑫	53.68%

同花顺2009年年末净资产高达10.13亿元，但加权平均净资产只有1.34亿元，这就难怪全面摊薄和加权平均的净资产收益率会有巨大的差异了。其实，同花顺2009年年末净资产中的8.43亿元来自公司IPO募集的资金，而其IPO的日期又居然推到了12月16日，募集资金根本来不及在当年产生效益。于是，我们看到，在同花顺的计算中，募集资金“新增净资产次月起至报告期末的累计数”为零。

有趣的是，尽管加权平均净资产收益率能够更合理地揭示同花顺2009年年度的真实盈利能力，但公司2010年年度的表现却与2009年全面摊薄净资产收益率显示的更加接近——2010年上半年，同花顺全面摊薄和加权平均净资产收益率分别为4.13%和4.17%。这是因为，同花顺募集资金不能很快地产生经济效益。

第二个案例是东凌粮油（000893)。2009年年度，东凌粮油全面摊薄和加权平均净资产收益率分别为18.49%和8.62%，与同花顺不同，这家公司的全面摊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

薄净资产收益率反倒大大高于加权平均净资产收益率。

东凌粮油并没有在年报中披露加权平均净资产收益率的计算过程。我注意到，这家公司期末净资产比期初减少了56.42%，这应该是公司全面摊薄净资产收益率较高的一个重要原因（见表2-8）。

表2-8 东凌粮油净资产变化情况 （单位：万元）

	2009年12月31日	2008年12月31日	同比增长（%）
股本	22 200	22 200	0.00
资本公积	842	23 152	-96.36
盈余公积	1 259	3 095	-59.32
未分配利润	6 206	21 541	-71.19
外币报表折算差额	-4	0	
归属于母公司所有者权益合计	30 504	69 988	-56.42

东凌粮油2009年实现了5 640万元的（归属于母公司所有者的）净利润，为什么其净资产反而减少了近4亿元呢？查阅年报中会计报表附注部分，可以发现这主要是因为公司发生了一起“同一控制下的合并”，如对资本公积的注释如下。

33. 资本公积 （单位：元）

项目	2008年12月31日	本期增加	本期减少	2009年12月31日
股本溢价	—	—	—	—
其他资本公积	231 520 685.53	2 976 235.78	226 074 218.52	8 422 702.79
合计	231 520 685.53	2 976 235.78	226 074 218.52	8 422 702.79

注：

（1）本期增加为公司下属子公司广州植之元油脂实业有限公司期末持仓期货、期权的浮动盈亏的影响数。

（2）本期减少产生的原因如下：因发生同一控制下的合并，在编制2008年合并资产负债表时，由于2008年年度公司未完成合并，将被合并方的有关资产、负债并入后，因合并而增加的净资产调整增加2008年年末合并报表的资本公积317 046 552.84元；同时将截至2008年年末的留存收益中归属于合并方的部分自资本公积转入盈余公积和未分配利润，由此调整减少2008年年末合并报表资本公积228 105 120.22元，增加盈余公积18 986 902.35元、增加未分配利润209 118 217.87元。2008年12月31日经同一控制下合并调整后的资本公积余额为231 520 685.53元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在编制2009年合并资产负债表时，合并方长期股权投资的初始投资成本与支付的现金、转让的非现金资产及所承担债务账面价值之间的差额，调减资本公积137 132 785.90元。同时转回在编制2008年合并资产负债表时，由于2008年度公司未完成合并，将被合并方的有关资产、负债并入后，因合并而增加的资本公积88 491 432.62元。

东凌粮油的年报中还详细地叙述了事情的来龙去脉。

本公司主营业务原为家电制冷压缩机的生产与销售，由于行业竞争加剧，近年来处于亏损或微利状态。为改善本公司资产质量，提高盈利能力，实现公司的持续发展，经中国证监会核准，2009年公司实施了整体资产置换，将全部制冷相关资产置出，与控股股东广州东凌实业集团有限公司合法拥有的广州植之元实业有限公司（以下简称“植之元公司”）100%股权进行置换，公司主营业务由冰箱压缩机制造业变更为植物油加工业。经重组各方确定，公司本次重大资产置换的基准日为2009年9月30日。

目前本公司持有植之元公司100%股权。植之元公司产品为豆油、豆粕和磷脂。

本公司与植之元公司的实际控制人均为赖宁昌先生，因此本次重组业务属于同一控制下的企业合并。

对同一控制下企业合并的会计处理我们还将在以后进行评述，在这里我们只需知道东凌粮油的净资产（更确切地说，是股东的投入）并未实际减少就行了，因此，按会计报表数据计算的净资产收益率（无论是全面摊薄的还是加权平均的都）不能真实地反映东凌粮油的真实盈利能力。

如果进行投资决策，在类似的情况下，我建议投资者将因企业合并会计处理减少的净资产金额加回去重新计算净资产收益率。

具体到东凌粮油这个案例，我们还可以单独对植之元公司进行评估。年报披露的资料显示，植之元公司2009年年末总资产为22.50亿元，净资产为3.05亿元，当年净利润为2.03亿元。由此来看，尽管植之元公司的净资产收益率很高（全面摊薄净资产收益率为66.56%），却是因为使用了过高的财务杠杆（资产负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债率为 86.44%)。按照巴菲特的教导，植之元公司并非一个好的投资对象。

在我们引用的如何计算加权平均收益率的文字中还提到了扣除/加权平均净资产收益率如何计算，我认为扣除/加权净资产收益率是投资者最应该关注的 ROE 指标。众所周知，有些上市公司本身经营能力一般甚至很差，喜欢用非经常性损益来粉饰报表，如果投资者想判断公司真实的、可持续的盈利能力，还是以观察扣除非经常性损益后的财务指标为好。

以实达集团（600734）为例，这家公司 2009 年全面摊薄净资产收益率为 88.15%，加权平均净资产收益率更是高达 157.62%，但是，扣除/加权净资产收益率却只有 5.44%。原来，虽说公司 2009 年度实现归属于上市公司股东的净利润 1.15 亿元，但其中非经常性损益就占了 1.11 亿元，扣除非经常性损益后净利润只有 398 万元。实达集团非经常性损益的具体情况如下所示。

非经常性损益项目和金额（单位：元）

非经常性损益项目	金额
非流动资产处置损益	25 196 281.75
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	248 524.00
债务重组损益	51 825 619.96
与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益	43 609 455.04
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	1 152 904.00
债务重组费用	-12 208 932.15
所得税影响额	-6 986.49
少数股东权益影响额（税后）	1 363 273.47
合计	111 180 139.58

我们能够指望实达集团未来仍然会持续不断地获得大额的诸如债务重组损益、与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益之类的非经常性损益么？保守的价值投资者应该不会。

2010 年前 3 季度，实达集团实现归属于上市公司股东的净利润为 -5 216 万元，而上年同期为 -2 218 万元。显然，公司的经营情况在恶化，但如果投资者在阅读其 2009 年年报时只看全面摊薄或者加权平均的净资产收益率指标，就会得出错误的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注非经常性损益的界定

我们在对上市公司进行财务分析时，需要关注其会计政策和会计估计，否则，就有可能做出错误的判断。同理，我们也应该关注上市公司对非经常性损益的界定。如果不同的上市公司对非经常性损益的界定不同，直接比较它们的扣除/加权净资产收益率就没有意义。如果一家公司将本该计入非经常性损益的损益计入经常性损益，扣除/加权净资产收益率指标就会高估其盈利能力；反过来，如果一家公司将本该计入经常性损益的损益计入了非经常性损益，扣除/加权净资产收益率指标则会低估其盈利能力。

下面以家电行业为例进行讨论。2010 年上半年，格力电器、美的电器和青岛海尔 3 家公司都拿到了巨额的政府补助（见表 2-9）。

表 2-9 格力电器等 3 家公司 2010 年上半年收到的政府补助 （单位：亿元）

	格力电器	美的电器	青岛海尔
政府补助	11.18	6.69	3.53
其中：节能推广补贴	10.41	6.26	3.50
利润总额	19.06	25.57	16.05
节能推广补贴/利润总额（%）	54.62	24.48	21.81

但是，3 家公司对节能推广补贴是不是非经常性损益却有着不同的观点，格力电器（见表 2-10）和美的电器认为节能推广补贴不是非经常性损益，而青岛海尔（见表 2-11）则认为是。

表 2-10 格力电器 2010 年半年报中披露的非经常性损益（单位：元）

非经常性损益项目	金 额	附注（如适用）
非流动资产处置损益	-711 842.82	主要是固定资产处置的损益
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的补助除外	76 839 125.10	财政奖励、技改补贴与开发项目补助等
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	114 881 460.03	投资收益、公允价值变动损益等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

非经常性损益项目	金 额	附注（如适用）
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-9 606 939.03	
所得税影响额	-29 411 425.39	
少数股东权益影响额	-2 084 764.07	
合计	149 905 613.82	

表 2-11 青岛海尔 2010 年半年报中披露的非经常性损益 （单位：元）

非经常性损益项目	金 额	说明
非流动资产处置损益	-717 617.13	
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	353 345 837.48	主要系根据《财政部国家发展改革委关于开展“节能产品惠民工程”的通知》取得的政府补贴
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	64 599 940.19	
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	16 321 192.36	
所得税影响额	-92 237 354.18	
合计	341 312 002.72	

那么，究竟孰是孰非呢？如果不搞清楚这个问题，我们就很难正确评价 3 家公司的盈利能力。如果不考虑对非经常性损益的界定不同，则格力电器、美的电器和青岛海尔 2010 年上半年的扣除/加权净资产收益率分别是 13.24%、16.65% 和 8.92%，但是，如果将节能推广补贴计入非经常性损益，那么格力电器的扣除/加权净资产收益率势必大幅下降，能否胜过青岛海尔就很难说了。

我们先来看一下中国证监会对非经常性损益的相关规定。

一、非经常性损益的定义

非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

二、非经常性损益通常包括以下项目

（一）非流动性资产处置损益，包括已计提资产减值准备的冲销部分；

（二）越权审批，或无正式批准文件，或偶发性的税收返还、减免；

（三）计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外；

……

从非经常性损益的范围来分析，节能推广补贴显然与公司正常经营业务相关，同时也符合国家政策规定，且有一定标准定额或定量。在《财政部、国家发展改革委关于开展“节能产品惠民工程”的通知》（财建［2009］213号）中所附的《高效节能产品推广财政补助资金管理暂行办法》第十一条规定，“高效节能产品推广补助标准主要根据高效节能产品与同类普通产品成本差异的一定比例确定”。

再从非经常性损益的定义来分析，节能推广补贴计入经常性损益也不会影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断。《高效节能产品推广财政补助资金管理暂行办法》第三条规定，“生产企业是高效节能产品推广的主体。中央财政对高效节能产品生产企业给予补助，再由生产企业按补助后的价格进行销售，消费者是最终受益人”。考虑到未来能够收到政府补助，企业会降低节能产品的销售价格，从而使消费者直接受益。与此同时，节能产品的生产企业也会间接受益于国家的补贴政策，这是因为节能产品销售价格降低后会有效地刺激消费者的购买欲望，从而使得企业的销售量和销售收入增加。从这个角度来说，如果未来国家取消补贴政策，企业的销售收入和利润可能会受到影响。

虽然如此，我个人还是倾向于将节能推广补贴视为经常性损益。我认为，能够在国家补贴期间及时推出大量符合国家补贴政策的节能产品本身就证明了企业的竞争力。即便将来国家补贴政策取消，高效节能产品也终将成为市场主流，这意味着现在获得财政补贴较多的企业在未来依然会有更强大的竞争力。

在这个案例中，青岛海尔将节能推广补贴计入非经常性损益的行为导致根据半年报数据计算的扣除/加权净资产收益率低估了其盈利能力，事实上，青岛海尔和格力电器、美的电器的差距没有那么大。

净资产收益率的不足：未考虑其他综合收益

2009年6月，财政部颁布了《企业会计准则解释第3号》，要求企业对利润表进行如下调整：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）企业应当在利润表“每股收益”项下增列“其他综合收益”项目和“综合收益总额”项目。“其他综合收益”项目，反映企业根据企业会计准则规定未在损益中确认的各项利得和损失扣除所得税影响后的净额。“综合收益总额”项目，反映企业净利润与其他综合收益的合计金额。“其他综合收益”和“综合收益总额”项目的序号在原有基础上顺延。

（二）企业应当在附注中详细披露其他综合收益各项目及其所得税影响，以及原计入其他综合收益、当期转入损益的金额等信息。

（三）企业合并利润表也应按照上述规定进行调整。在“综合收益总额”项目下单独列示“归属于母公司所有者的综合收益总额”项目和“归属于少数股东的综合收益总额”项目。

（四）企业提供前期比较信息时，比较利润表应当按照《企业会计准则第30号——财务报表列报》第八条的规定处理。

财政部为什么要出台这样的规定呢？我们不妨来看一下南京高科（600064）这个案例。如果仅看净资产收益率指标，这家公司的盈利能力很是一般——2007～2009年扣除/加权净资产收益率分别只有3.19%、3.62%和4.10%。但是，2009年年末，南京高科的净资产却比2006年年末增长了1.56倍。这是为什么呢？

首先，不是因为南京高科又“圈钱”了。2007～2009年，南京高科未进行过任何股权融资。

其次，并非非经常性损益立了大功。南京高科这3年加权平均净资产收益率分别为3.38%、3.60%和5.19%，虽说比扣除/加权平均净资产收益率略高，但还不至于让净资产有翻倍的增长。

答案是其他综合收益才是主角。以2009年为例，南京高科归属于母公司所有者的净利润仅为2.56亿元，而其他综合收益高达27.39亿元，这使得归属于母公司所有者的综合收益总额高达29.86亿元，为净利润的11.66倍。

南京高科的其他综合收益主要来自持有的其他上市公司股权的公允价值变动（见表2-12）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-12 南京高科 2009 年持有的其他上市公司股权情况 （单位：亿元）

证券代码	证券简称	最初投资成本	期末账面价值	报告期损益	报告期所有者权益变动	会计核算科目
601009	南京银行	2.05	39.71	0.62	16.87	可供出售金融资产
600030	中信证券	2.77	19.45	0.31	6.34	可供出售金融资产
600533	栖霞建设	1.61	9.20	0.50	3.60	可供出售金融资产
600533	栖霞建设	0.67	1.01	0.08	0.33	可供出售金融资产
000975	科学城	0.09	0.42	0.11	0.17	可供出售金融资产
合计		7.19	69.78	1.61	27.31	

《企业会计准则》规定，“可供出售金融资产公允价值变动形成的利得或损失，除减值损失和外币货币性金融资产形成的汇兑差额外，应当直接计入所有者权益，在该金融资产终止确认时转出，计入当期损益”。这就是说，除非南京高科将所有的其他上市公司股权出售，那么即便这些股权的市价大幅度上涨，其收益也只能反映在公司净资产的增加上而不能增加公司的净利润。

巴菲特的伯克希尔—哈撒韦公司也有类似的情形。2009 年，伯克希尔归属于母公司所有者的净利润只有 80.55 亿美元，而净资产却增加了 218.35 亿美元。

我们知道，巴菲特衡量业绩的标准是每股账面价值（净资产）的增长幅度，而不是净利润或净资产收益率。这就是说，对伯克希尔和南京高科这样有着大量股权投资的公司来说，更确切地说，对其他综合收益巨大的公司来说，净资产收益率指标意义不大。这个道理其实并不复杂，个人投资者在计算每年的投资收益率时，收益也是包括浮盈和浮亏的，而不是像会计准则规定的那样只计算已经卖掉股票的利润或亏损（见表 2-13）。

表 2-13 2009 年度其他综合收益最多的前 10 家上市公司 （单位：亿元）

证券代码	证券简称	其他综合收益	净利润
601628. SH	中国人寿	107.54	330.36
601318. SH	中国平安	76.57	144.82
600064. SH	南京高科	27.39	2.61
600104. SH	上海汽车	26.07	81.08
600177. SH	雅戈尔	24.25	34.94
000031. SZ	中粮地产	24.24	3.76
601601. SH	中国太保	23.33	74.73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

证券代码	证券简称	其他综合收益	净利润
601939. SH	建设银行	23. 22	1 068. 36
601919. SH	中国远洋	21. 89	-67. 37
600900. SH	长江电力	17. 22	46. 19

从表 2-13 中可以发现，很多我们熟知的公司都存在巨额的其他综合收益。因此，不考虑其他综合收益这一因素，实在是净资产收益率不能忽视的缺陷。

关注高 ROE 能否持续

对于高 ROE 公司，我们不但要剔除其中财务安全没有足够保障的公司，还要关注它们能否持续获取高回报。判断一家公司的高 ROE 能否持续，观察过去的记录固然是一个好办法，但对其经营情况进行深入的分析也尤为重要。

浙江新湖创业投资股份有限公司（新湖创业，600840. SH）的董事长陈坚先生 2008 年被某机构评为“中国上市公司最佳老板”，然而，这家公司的股票在市场上却得不到投资者的青睐。我们认为，之所以会出现这种情况，是因为单纯按照财务指标评价一家上市公司的老板有失偏颇。在这个案例中，市场是对的。

上述机构采用财务指标来评价上市公司老板，具体而言是依据目标企业 2005 ~ 2007 三年的 ROE（净资产收益率）平均值、ROE 增长率以及这两项指标与同行业整体业绩的比较作为业绩考核指标，同时考虑同期内其首席执行官/总裁/总经理的三年平均薪酬进行计算和排名。所属行业以 Wind 资讯细分行业为准，相应行业的 ROE 值也以此为准。

按照这样的评价方法，陈坚先生是当之无愧的“最佳老板”。新湖创业 2005 ~ 2007 三年平均 ROE 高达 30. 8%，而行业平均值仅为 10. 1%；与此同时，公司总经理 3 年的平均薪资仅为 17. 9 万元。

这样的评价方法有一定的科学性，因此受到了不少人的认可。知名管理专家姜汝祥先生在一篇文章中这样评论，“排在最佳老板第一名的浙江新湖创业的董事长陈坚……三年的年薪平均只有 17. 9 万元，只有我们锡恩公司分公司顾问总经理底薪的 2/3。这使我有兴趣查查它的底细，我发现浙江新湖创业是在原绍兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市百货大楼的基础上组建的浙江省最早的股份制试点企业，有这样的背景，难怪薪酬低，反过来，从逻辑上推，给钱少，不是逼管理班子自己创收么？云南红塔褚时健的悲剧何时能不再重演？”

姜汝祥先生是我佩服的管理专家，不过，在最佳老板这件事上我与他有不同的看法，事实上，不仅是我，股票市场对新湖创业的认可程度也并不高。

在万得资讯系统中，新湖创业被归入“房地产管理与开发”行业，数据显示没有一家研究机构的分析师关注这家公司，分析师关注的是万科（000002. SZ）、保利地产（600048. SH）这样的行业龙头，这两家公司最新的评级机构分别达到37家和35家。

新湖创业的股价表现也很难说好。我们将其与同行业的万科和新湖中宝（600208. SH）作了一个比较，市场给新湖创业的市盈率要远远低于万科和新湖中宝（见表2-14）。之所以选这两家公司，是因为万科是行业龙头，而新湖中宝与新湖创业同在浙江民营企业家黄伟先生的控制之下。

表2-14 新湖创业、新湖中宝和万科的股价表现 （单位：元）

	新湖创业	新湖中宝	万科
2008年10月24日收盘价	6.13	3.56	6.53
中报每股收益	0.713	0.073	0.187
收盘价/每股收益	8.60	48.77	34.92

市场为什么不肯给予新湖创业高估值呢？这是因为市场没有单纯以财务指标来评价上市公司。如果只是比较ROE，新湖创业的表现要远远好过新湖中宝和万科，不过，这种表现能持续多久是个疑问。

对新湖创业、新湖中宝和万科2007年的财务数据作杜邦分析可以发现新湖创业的净利润率（净利润/营业收入）、资产周转率这两项指标远远高于另外两家公司（见表2-15）。需要说明的是，在这里我们计算的净资产收益率为净利润（而非归属于母公司所有者的净利润）除以所有者权益（而非归属于母公司所有者权益）所得。这是因为新湖创业的少数股东权益占所有者权益的比重极大，为35.82%，远远超出新湖中宝10.30%和万科13.68%的比重，在这种情况下用通常的方法会产生较大的误差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-15　新湖创业、新湖中宝和万科 2007 年杜邦分析　（单位：万元）

	新湖创业	新湖中宝	万科	新湖创业/万科
净资产收益率	50.03%	10.38%	15.68%	3.19
净利润率	31.07%	14.50%	14.97%	2.08
资产周转率	0.51	0.29	0.35	1.43
权益乘数	3.18	2.47	2.95	1.08
营业收入	141 168	299 241	3 552 661	
净利润	43 867	43 396	531 750	
资产	278 709	1 032 375	10 009 447	
所有者权益	87 688	418 252	3 391 952	

新湖创业的销售利润率和资产周转率为什么能够如此出色呢？答案其实很简单，公司已经很多年没有拿地了（见表 2-16）。由于现有开发项目所用土地取得的时间早，成本低，销售利润率不可能不高；由于不拿地，资产规模就不会像其他房地产上市公司那样高速膨胀，资产周转率高也是理所当然。不过，手中的土地储备越来越少，这两年的业绩看上去是不错了，但未来的业绩又该怎样持续下去呢？

表 2-16　新湖创业房地产业务存货　（单位：万元）

	12 月 31 日				2008 年 6 月 30 日
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	
开发成本	124 709	130 006	139 467	41 763	44 233
开发产品	38 522	38 191	27 446	119 895	85 595
出租开发产品	5 683	5 407	5 144	5 443	5 349
合计	168 914	173 604	172 057	167 101	135 177

该不该拿地？拿多少地合适？这样的问题恐怕是令很多房地产公司老板头痛的问题，不过，陈坚先生不用为此劳神。2007 年 11 月 27 日，新湖创业发布关联交易公告称拟出资 1.8 亿元收购浙江新湖集团股份有限公司持有的青海碱业有限公司 6.96% 的股权。新湖集团持有新湖创业第一大股东宁波嘉源实业发展有限公司 99% 的股权，是公司的间接控股股东。对于这起交易，新湖创业认为“有利于本公司逐步转型主营业务方向，有利于公司未来的持续经营和稳步发展，有利于延续目前经营业绩的稳步提高”。显然，新湖创业有淡出房地产行业的打算。

新湖集团通过分期出资 9.05 亿元持有青海碱业 35% 的股权，拟将其全部转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让给新湖创业。截至2008年6月30日，新湖创业持有青海碱业的股权已达10.83%，投资额达到2.8亿元。

根据上述关联交易公告，新湖集团对青海碱业的业绩还是很有信心的，预计其2007、2008、2009年将分别实现净利润1.6亿、2.4亿和3.6亿元，并保证如果未达到承诺的收益状况，新湖集团将无条件地以现金方式给予补足新湖创业在青海碱业所持股权所能享受的相应收益。不过，即使青海碱业能够实现预期的经营业绩，该公司的净资产收益率也远低于新湖创业现有的水平。前面说过，新湖集团出资9.05亿元持有青海碱业35%的股权，以此保守地估计青海碱业净资产为25.85亿元，则2009年实现净利润3.6亿元，净资产收益率也不过13.93%。因此，新湖创业将很难持续维持过去三年的高ROE水平。

青海碱业的控股股东为浙江玻璃股份有限公司（浙江玻璃，0739.HK），根据浙江玻璃的公告，新湖集团将于2009年5月30日或之前支付完9.05亿元（青海碱业）股权收购款项。另据新湖创业的公告，则是准备在2009年12月31日前完成从新湖集团收购青海碱业的股权工作，且新湖集团“从落实股改事后安排、扶持上市公司壮大发展的角度出发……以原始取得的价格转让给本公司，未作任何溢价”。

如果新湖集团没有做出盈利承诺，那么在这起股权转让交易中就只是扮演了一个“二传手”的角色，不过，作出盈利承诺这一举动在显示对上市公司支持力度的同时，也在某种程度上否定了新湖创业管理层的经营能力。

其实，新湖创业和新湖中宝、哈高科（600095.SH）同为浙江民营企业家黄伟先生旗下“新湖系”的成员，公司董事长陈坚先生并非公司真正的“老板”。因此，新湖创业经营业绩的好坏能在多大程度上由其决定怕是很难说。2008年10月13日，新湖创业发布重大事项停牌公告称接新湖集团通知，新湖集团拟对旗下资产、业务和上市公司进行整合重组，具体方案尚需与有关部门论证。重组对新湖创业无疑将产生相当大的影响，但陈坚先生在其中又能发挥多大的作用呢？根据新湖创业的年报，陈坚甚至没有在新湖集团任职。

分析新湖创业的具体情况可以得出结论，按某机构的评选方法将其董事长、总经理和类似万科那样的公司作对比至少没有考虑以下几个因素。

（1）公司规模。万科的资产规模约为新湖创业的36倍，经营规模如此悬殊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司需要的能力是不一样的。

（2）业绩是否可持续，以及“老板”为公司业绩持续发展做了哪些努力。

（3）“老板”对公司业绩起到了多大的作用。陈坚对新湖创业的影响力显然不及王石对万科的影响力，虽然王石已经退出了一线管理。

2009年8月25日，新湖创业发布了《浙江新湖创业投资股份有限公司关于股票终止上市的公告》，主要内容如下所示。

2008年12月17日，本公司与新湖中宝股份有限公司（以下简称“新湖中宝”）签订了《新湖中宝股份有限公司与浙江新湖创业投资股份有限公司之吸收合并协议》，根据该协议的约定，新湖中宝以换股吸收合并的方式合并本公司，合并完成后，新湖中宝将作为存续公司，本公司将被注销。鉴于新湖中宝换股吸收合并本公司事项已获得中国证券监督管理委员会核准，本公司向上海证券交易所提出了关于本公司股票终止上市的申请，2009年8月24日上海证券交易所以《关于决定浙江新湖创业投资股份有限公司股票终止上市的通知》（上证公字[2009]94号文）同意了本公司的申请，由此，本公司股票将于2009年8月27日起终止上市。

如果只看历史财务指标，我们怎么会想得到“老板”被评为“中国上市公司最佳老板”的新湖创业会在一年后就不复存在了呢？

此外，2010年11月，《中国经营报》一篇题为“青海碱业7年欠债60亿元，大股东冯光成被监视居住”的报道被各大网站纷纷转载。据该报道，“青海碱业名为独立核算的法人企业，实质上，大量利益遭遇隐性输送。由于是货款资金，长期被大股东拖欠，这也直接导致青海碱业唯有四处告借举债，方能维系正常生产”。显然，即便新湖创业仍然存在，公司对青海碱业的投资也不会取得令人满意的回报。

超额现金难确定

有网友在博客上问了我下面这样一个问题。

在ROIC的计算中，分子是利润加有息负债所对应的利息，分母是投入资本（IC）。在我查看的很多国外国内资料中，IC的计算公式为总资产－无息负债－

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多余现金。而我觉得这公式有点问题，因为如果无息负债很多，现金也会增加，对于茅台等公司，似乎把同样一笔钱多扣除了一次。

如果上述公式正确，那么我的问题就变成，这里的超额现金是如何计算的，总不能把那些预收款项带来的现金也在这里再扣减一次，这样计算出来的 ROIC 肯定比实际的值高多了，是有误导性的。

前面说过，我不是很看重 ROIC 这个指标，但超额现金的确定不仅涉及 ROIC 的计算，因此，借机作一番思考还是有必要的。我的回答如下。

我认为公式没有错误。按公司金融的定义，资本是包括股权资本和债权资本（有息负债）的，如果不减去无息负债，那就不是 ROIC，而是 ROA 了。

一般情况下，对于计算超额现金，我们可以遵循下面的思路：

投入资本 = 总资产 − 无息负债 − 超额现金

= 股东权益 + 有息负债 − 超额现金

一般情况下，企业的超额现金不应来自有息负债，那么，超额现金的来源就只能是股东权益了。也就是说，超额现金应来自企业的盈利，少数情况下，来自股东投入，如上市公司超募。

按这样的思路，我们就不会高估企业超额现金的金额。

不过，我认为贵州茅台的情况非同一般，其预收款可以视为超额现金的一个来源。我的理由是：贵州茅台通常不会为收到的预收款专门组织生产，不会为将预收款确认为公司的收入而发生多少现金流出。众所周知，贵州茅台等白酒公司在经营中采用“饥饿营销”，其存货完全有可能满足预收款背后的供货请求。即便是公司产成品略有不足，以其毛利率之高，也不需要多少现金流出就可以完成生产过程。

提问的网友随即回复说，“哪些现金来自股东权益，又有多少这样的现金可被认为是超额现金，这是一个困扰我很久的问题”。显然，我的回答只是简单地谈了个思路，距离计算出超额现金的终极目标还有很长的路要走。

这位网友提出了他的一个思路。

我在考虑用一个公式尽可能近似地模拟超额现金，我觉得，超额现金可以通过流动资产和流动负债的关系近似地这么计算：当流动资产 < 流动负债时，超额现金 = 0；当流动资产 − 现金 > 流动负债时，超额现金 = 现金；其他情况下，超额现金 = 流动资产 − 流动负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个思路存在明显的缺陷——如果一家企业的流动资产大于流动负债，但流动资产多为滞销的存货或不能很快收回的应收账款，可动用的现金很少，这样即便流动资产大于流动负债，也不能说企业存在超额现金。

其实，我认为很难用一个简单的公式计算出超额现金。企业该持有多少现金是个极其复杂的问题。福特汽车公司财务人员出身的史蒂夫·米勒是美国商界有名的"危机处理先生"，他曾经协助李·艾柯卡成功地挽救了克莱斯勒，此后更是承接了一系列的企业重组工作。然而，米勒在《扭转乾坤》㊀一书中却坦然承认，"储备现金以备不时之需也是一种明智的做法，但是，当企业仍在生产汽车的时候，每天的运营资金至少有上百万美元，很难确定储存多少现金才够。"试想，作为企业高级管理人员、财务高手的米勒尚且难以判断本公司合理的现金持有量，只能看到外部报表的投资者又能如何？

中山大学的顾乃康和孙进军两位学者对上市公司持有现金的利弊做了研究，我们可以在中国金融学术研究网上看到他们的文章——"现金持有与产品市场业绩：基于现金持有的平均效应与区间效应的研究"。

文章的出发点是"掠夺理论"，该理论认为：由于持有足够的现金可使企业实施更有利的产品市场竞争战略或可对竞争对手产生可信的威慑作用，所以现金充裕的企业能够掠夺现金匮乏的竞争对手的市场份额进而提升自身的产品市场业绩。

作者基于现金的平均效应和区间效应探讨了现金持有量对产品市场业绩的影响。文章发现，就平均效应而言，企业在当期比竞争对手多持有现金对下期的产品市场业绩产生积极影响；就区间效应而言，现金持有量与产品市场业绩之间的回归系数呈现出随着现金持有水平的提高而逐渐下降的趋势。为了探究其原因，文章进一步对现金持有量与投资支出、经营业绩之间的关系作了检验。结果表明大量持有现金引起的过度投资是造成现金持有量—产品市场业绩区间效应呈下降趋势的主要原因，且最终也损害了企业的经营业绩。

文章还发现行业的竞争强度以及整体财务状况也会影响现金持有量与产品市场业绩之间的关系。具体来说，由于垄断性较高行业中的企业具有更高的相互依存

㊀ 史蒂夫·米勒. 扭转乾坤：我如何拯救美国深陷危机的企业［M］. 郭国玺，译. 北京：东方出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度，所以持有更多现金的企业因更有机会实施掠夺策略或者对其他竞争对手的掠夺行为作出快速反应而有助于其提升产品市场业绩；在易陷入财务困境的行业中，持有比竞争对手更多的现金能够显著提升产品的市场业绩。

我认为，这篇文章给了我们一个思考超额现金问题的思路。在我看过的（实证研究）学术论文中，很少有考虑企业行业特性的，这篇文章是一个令人欣喜的例外。我一向认为，对企业进行财务分析要考虑其所处的行业及所奉行的竞争战略，否则，我们很难得到正确的答案。由于企业所处的行业不同，竞争战略不同，试图用一个简单的公式来判断它们是否持有超额现金显然也是不可能的。

即使投资者对企业有着深入的了解，性格因素有时也会对其判断产生影响。以巴菲特为例，《亲历巴菲特股东大会》[⊖]的作者杰夫·马修斯曾走进伯克希尔的宠儿——内布拉斯加家具城，认为其仓库式的店面感觉已跟不上时代。巴菲特在 1983 年买下这家家具城，当时其单店年营业额高达 1 亿美元，百思买不过 2 800 万美元。然而到了 2007 年，内布拉斯加家具城 3 家分店的年营业额仅在 12 亿美元左右，而百思买为 400 亿美元。

企业过度投资甚至会损害其业绩，然而，内布拉斯加家具城却很有可能是深受投资不足之害——巴菲特不喜欢资本支出，他严格控制旗下企业的资本支出是有名的。与一般人相比，在巴菲特的眼中，企业持有的超额现金可能要多些吧？

不过，财务指标对判断企业是否持有超额现金并非无用。我认为，如果企业的流动比率小于 1，我们就没有必要讨论企业是否有超额现金，对保守的投资者来说，可能流动比率小于 2 讨论这个问题都是没有意义的。然而，现实生活中，却有人根本不考虑流动比率这样的财务指标，简单地认为企业现金多就一定有超额现金。我个人并不认可这种思路，具体原因将在下一章详述。

现金多少合适

投资者在分析上市公司的财务报表时，现金是需要关注的一个极为重要的项目。一家公司究竟保留多少现金较为合适，这涉及诸多问题：首先是估值问题，超额现金

⊖ 杰夫·马修斯. 亲历巴菲特股东大会［M］. 周磊，译. 北京：中国人民大学出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是需要单独计算价值的；其次是报表的真实性问题，如果一家公司现金和负债双高，而又无法做出合理的解释，投资者有理由怀疑其现金的真实性；最后是公司治理问题，如果一家公司现金过多，则表明管理层很有可能找不到有吸引力的投资机会，又不肯将现金返还给股东，这种行为会损害股东利益。

但是，确定一家公司现金是否过多不能只看其具体金额等个别数据，而是需要对其经营情况和财务状况等作综合判断。下面，我们以格力电器（000651.SZ）和深赤湾（000022.SZ）为例进行讨论。

2009年上半年，格力电器实现归属于上市公司股东的净利润12.32亿元，同比增长29.18%。不过，更引人注目的却是公司现金的变化——2008年年末货币资金为36.66亿元，而2009年上半年末猛增至232.36亿元，增长了5.34倍。

8月31日，格力电器的高管们同部分资本市场人士进行了简要的沟通，对投资者关于格力电器中期业绩和未来经营方面的问题作了回答，从媒体刊登的笔录上可以发现，现金问题是谈论得最多的，而相关报道也多以“格力电器详解196亿现金用途”为题。

我们先看下那天的问答。

投资者：现金为什么这么多？

格力电器：除了经营性现金，公司与经销商结算大部分采用票据，上半年市场的票据利率与存款利率倒挂，公司进行了大量的应收票据贴现。

……

投资者：公司中报的资产负债表很漂亮，尤其是账上保有巨额的现金。这个报表看起来像是个过冬的报表，这些现金未来如何使用？请问公司未来3~5年的发展规划如何？

格力电器：一是未来将继续扩大规模。目前的产能还是非常紧张，尤其产品结构发生了非常大的变化，高能效产品以后将作为主打机型，高能效空调需要更大的两器生产能力，因此要进行配套产能的扩大。

二是要延长产品链、生产链。格力目前中央空调里面的核心部件的生产能力比较低，比如说离心机和螺杆机的压缩机。

三是要加大科研投入的力度。格力目前已经成立了国家级的科研中心，承担了一定的科研任务，有少量国家经费，还需要企业加大研究经费的投入。最后，当然也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排除向制冷行业更宽一点的产品链去发展的可能。

投资者：账上的货币资金这么多，除了上面说的产能扩张和研发投入外，剩余资金是否有利用？

格力电器：格力的企业性格相对较为保守，不会做投机和理财的，风险大的业务都不会投入。

投资者：目前公司账上超额现金100多亿元。从并购角度看，意味着只需要拿出200多亿元就可以收购一家年利润20多亿元的企业，市盈率在8倍左右，你认为这个价格是否存在低估？

格力电器：现实领域很难找一家这样的企业来收购（招商证券注：可能公司未能理解这位投资者的意思，没有把自己当成被收购方而是当成了收购方）。

从上面这些问答来看，尽管公司已经解释了现金增长的原因，与会的投资者还是很执著地认为格力电器的现金太多了，甚至算出超额现金为100多亿。其实，格力电器的现金没有那么充裕（见表2-17）。

表2-17 格力电器财务状况 （单位：亿元）

	2008年12月31日	2009年6月30日	同比增长（%）
流动资产	232.77	338.18	45.29
其中：货币资金	36.66	232.36	533.82
应收票据	132.77	50.07	-62.29
存货	47.90	28.83	-39.81
流动负债	229.70	314.62	36.97
其中：应付票据	25.85	97.93	278.84
应付账款	84.43	125.72	48.90
流动比率	1.01	1.07	

从表2-17中可以发现，格力电器的货币资金大幅增加的同时应收票据大幅减少，这验证了公司管理层的解释。与此同时，格力电器的应付票据和应付账款等流动负债也大幅增长，这使得公司的流动比率只是比期初的1.01微升至1.07。具备公司财务基本常识的投资者会知道，这样的流动比率水平远低于教科书所宣称的正常水平（为2）。当然，格力电器的资产质量较高，周转率也较快，公司实际的短期偿债能力要高于流动比率指标所显示的水平，但如果说公司资金非常充裕甚至有100多亿元的超额现金，那实在是勉为其难，也难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪格力电器的高管们转不过弯儿来。

在偿还了所有的流动负债后，格力电器的流动资产就只剩下23.56亿元，除产能扩张和研发投入之外，可能还会有些超额现金，但显然不会太多。

还有读者在我的博客上留言，询问深赤湾的现金问题。

在资产项目里，货币资金占流动资产多大比率为好？是越多越好呢，还是最好保持一定的比率？

比如，深赤湾A上市16年来，货币资金占流动资产的平均比率为52%。但到了2002年，这一比率从2001年的53%直接降到了17%，2003年为16%，2004年为25%。是何原因呢？而从2005年开始，货币资金占流动资产的比率又再次增加。特别是2007年和2008年更是达到了72%和76%。这是因为公司考虑全球危机因素而增大这一比率吗？

这位读者的问题并不复杂，我没有听说过现金占流动资产的比率应该如何的说法，也不认为应该有这样的约束，而且，可以肯定的是这一比率绝非越大越好，因为太大了表明资金的利用效率不高。

深赤湾的货币资金自2007年起猛增了3.63倍，若能注意到公司的有息负债也有相应增长，而营业收入却很平稳，我们基本可以断定货币资金和有息负债的增长并非经营活动引起。2006年3月6日，深赤湾公告将投资11.45亿元在东莞开发虎门港麻涌港区2#—5#泊位，为这一项目筹集资金是其有息负债增加的主要原因（见图2-1）。

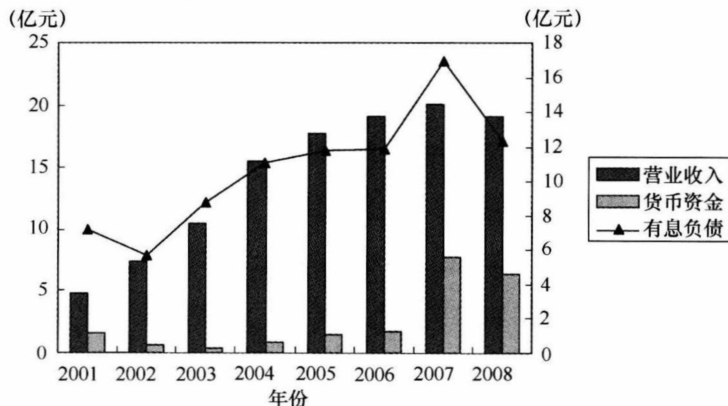


图2-1 深赤湾货币资金

注：营业收入和有息借款单位为左轴，货币资金单位为右轴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析表2-18中的数据可以得出结论，深赤湾的货币资金余额之所以过多主要是因为实际资本支出往往达不到预计数，其中又以麻涌码头项目为甚。至于为什么会这样，深赤湾在年报中并未作过多的解释。在2007年年报中，深赤湾只是称“东莞麻涌项目……受不可预见等因素影响，项目建设落后于预期进度”。在2008年年报中，公司又称“受多种因素影响，（麻涌）项目建设落后于预期进度”。

表2-18 深赤湾资本支出 （单位：万元）

	2006			2007			2008		
	预计支出	实际支出	完成计划比例(%)	预计支出	实际支出	完成计划比例(%)	预计支出	实际支出	完成计划比例(%)
固定资产投资	21 000	12 708	60.51	30 000	21 183	70.61	20 000	11 425	57.13
增资深圳妈港仓码有限公司	4 000	4 011	100.28						
投资麻涌码头项目	5 000	2 365	47.30	50 000	18 546	37.09	80 000	15 029	18.79
增资深圳招商局海运物流有限公司					4 000			4 000	

然而即使项目的进展确实受到多种不可预见的因素影响，深赤湾仍似有改善现金管理的余地。以2007年为例，公司计划资本支出8亿元，实际支出为4.37亿元，而年末货币资金高达7.82亿元，也就是说，即使实际支出与计划完全相符，货币资金仍将达到3.19亿元，超过2006年年末1.69亿元的水平不少。

另据年报披露，深赤湾2006年年末银行借款为11.92亿元，而未使用的信贷额度高达23.55亿元。显然，银行对深赤湾非常信任。通常，在信贷额度内，企业可随时向银行申请借款。因此，深赤湾似不必保留过多的货币资金。

2009年上半年，深赤湾的货币资金从6.41亿元降至5.94亿元，有息负债从12.35亿元降至10.32亿元，情况在日渐好转。

对深赤湾来说，银行借款增加导致的财务费用算不上太大的负担，即使是在借款最多的2007年，其利息支出也不过6 455万元，只占税前利润10.43亿元的6.19%。但是，如果能够通过精心安排节省一些利息支出，又何乐而不为呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格力电器的盈利能力相当不错，但仍然抓住上半年银行承兑汇票贴现率和存款利率倒挂的机会进行“无风险套利”。无独有偶，另一家优秀的上市公司——云南白药（000538）也做了同样的事情。2009年上半年，云南白药的应收票据从2.17亿元降至1.22亿元，应付票据则从1.75亿元猛增至4.99亿元——和格力电器一样也给了供应商“套利”的机会。

切记：勿以善小而不为。

毛利率应该怎样算

毛利率是投资者极为关注的盈利能力指标，但是关于如何计算毛利率却存在分歧。而国外的财务或投资类书籍中则不存在这个问题，如《巴菲特教你读财报》中的算法如下

毛利率＝毛利润/总收入

如果从公司年度报告的总收入中减去它的销售成本，我们将得到公司所报告的毛利润。

毛利润的金额是总收入减去产品所消耗的原材料成本和制造产品所耗费的劳动力成本。这不包括销售和管理费用、折旧费用、企业运营的利息成本。

看起来似乎没有什么难理解的地方。然而，与书中损益表不同的是，中国企业会计准则下的上市公司报表中还有“营业税金及附加”这一项目，处在“营业成本”和“销售费用”之间。于是，问题来了，在计算毛利时，我们是否应该从收入中减去营业税金及附加？

在实践中，减与不减两种算法并存，还有的上市公司先后采用过不同的算法，如万科。在万科2001年年度报告中，有如下一段内容。

主要产品销售收入、销售成本、毛利率及市场占有率情况（单位：万元）

年内集团转让了万佳，成为专业化的地产公司，主要产品即为商品住宅，2001年销售67.2万平方米，结算收入33.48亿元，结算成本25.88亿元，毛利率约为22.7%。2001年，全国商品住宅销售总额为3 825亿元，公司在全国的市场占有率为0.88%，公司在深圳、上海、北京、沈阳、成都和天津六个城市的市场份额合计为1.95%。（数据来源：国家统计局、中国房地产信息网）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里，万科计算毛利率的方法为毛利率 =（收入 - 成本）/收入，算一下就知道了——(33.48 - 25.88)/33.48 = 22.7%。

但是，2002 年万科的算法就变了。

主要产品销售收入、销售成本、毛利率及市场占有率情况（单位：万元）

公司为专业化房地产公司，主要产品为商品住宅，2002 年结算 112 万平方米，结算收入 44.2 亿元，结算成本 33.3 亿元，较上年分别增长 62.3%、32.1% 和 29.6%；毛利率约为 20.09%，比上年增加 1.87 个百分点。2002 年，全国商品住宅销售总额为 4 710 亿元，公司在全国的市场占有率为 0.94%。（数据来源：国家统计局、中国房地产信息网）

20.09% 怎么可能比 22.7% 增加 1.87 个百分点呢？而且，（44.2 - 33.3）/44.2 = 24.66%。答案只能是计算方法改变了。

我当时曾就此问题问过万科的工作人员，他们的答复是减去营业税金及附加是参考了国际会计准则的做法。国际会计准则的相关条文如下[⊖]。

收入只包括主体本身收到的和应收的经济利益的总流入。为第三方代收的金额，如销售税、货物和服务税和营业税以及增值税，不是流入主体的经济利益，不导致权益的增加，因此，不包括在收入的范围内。

不能说国际会计准则对收入确认的观点没有道理，但是，我更喜欢中国企业会计准则的做法，因为它披露了更多的信息。此外，还有一个问题，"营业税金及附加"包括的税费种类有：营业税、消费税、城市维护建设税、资源税和教育费附加等，这个范围和国际会计准则剔出收入范围的税种范围不尽相同。

如何解决这个问题呢？我认为，有必要分税种来考虑。如资源税，计算毛利率时直接减去就可能导致对企业不同期间的盈利能力做出误判。我们来看盐湖钾肥（000792）的案例（见表 2-19）。

从表 2-19 中可以发现，盐湖钾肥的营业税金及附加占收入的比例波动很大，最高能达到 34.55%，而最低只有 2.68%，于是，我们在计算毛利时减掉营业税金及附加时就会发现毛利率也有大幅波动，而这个波动相当程度上不是由公司产

⊖ 国际财务报告准则 2004 [M]. 北京：中国财政经济出版社，2005. 我没有查找更早的版本，国际会计准则委员会的观点应该是没有改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品价格与成本的变动引起的（见图 2-2）。

表 2-19 盐湖钾肥营业收入、成本和营业税金及附加 （单位：亿元）

	2009 年第 1 季度	2009 年第 2 季度	2009 年第 3 季度	2009 年第 4 季度	2010 年第 1 季度	2010 年第 2 季度	2010 年第 3 季度
营业收入	17.70	3.01	7.85	17.04	18.66	8.71	12.97
营业成本	3.26	1.13	3.27	8.58	7.61	3.24	5.05
营业税金及附加	0.57	1.04	1.25	0.47	0.50	1.24	1.29
营业税金及附加/营业收入（%）	3.22	34.55	15.92	2.76	2.68	14.24	9.95

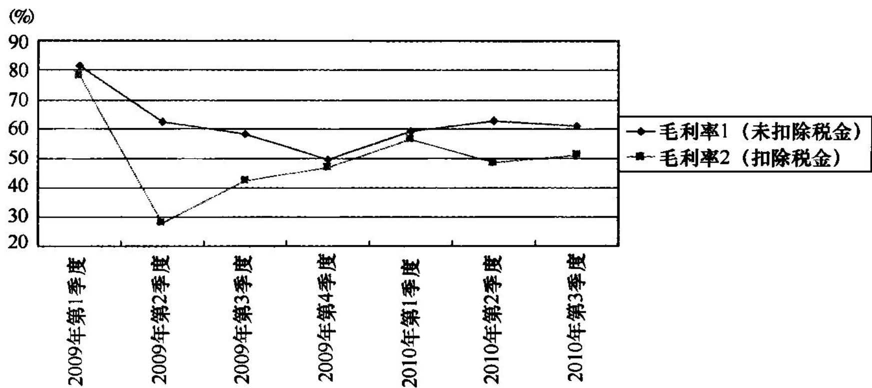


图 2-2 盐湖钾肥毛利率

如图 2-2 所示，按毛利率 1（未扣除税金），则盐湖钾肥 2009 年第 2 季度的毛利率高于第 3 季度，按毛利率 2 则正相反，到底哪个毛利率更合理呢？

从反映公司产品盈利能力趋势变化的角度来看，我认为毛利率 1 更为合理。盐湖钾肥的营业税金及附加主要税种是资源税，公司 2009 年年报中相关内容披露如下所示。

营业税金及附加 （单位：元）

项目	本期发生额	上期发生额	计缴标准
营业税	737 573.68	797 939.06	5%
城市维护建设税	24 959 733.29	24 135 446.83	5%
教育费附加	17 471 813.22	16 894 855.25	3.5%
资源税	289 748 205.00	117 612 855.00	135 元/吨
合计	332 917 325.19	159 441 096.14	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业税金及附加本期发生数较上期发生数增加173 476 229.05元，主要原因为自2008年10月1日起资源税计提标准由按生产的氯化钾产量每吨45元/吨，提高至135元/吨所致。

原来，盐湖钾肥的营业税金及附加大部分（资源税）是按产量计税的，怪不得它与收入的走势不相匹配。在这种情况下，我认为不减去营业税金及附加的毛利率算法更符合会计的配比原则。

所谓配比原则，是指某个会计期间或某个会计对象所取得的收入应与为取得该收入所发生的费用、成本相匹配，以正确计算在该会计期间、该会计主体所获得的净损益。本例中盐湖钾肥为已生产、但未售出的产品所缴纳的资源税很有可能就已经计入损益了。

除资源税外，营业税是和公司的营业收入直接相关的，一般为公司营业收入的5%，因此无论减与不减，一般不会影响我们对其盈利能力的判断，当然，减掉更有利于和其他行业的公司作比较。

消费税则比营业税复杂得多。以白酒企业为例，消费税包括两部分：20%的从价税和0.5元/500ml的从量税，但由于是对生产环节而非销售环节征收，从而给了企业避税的空间。2009年7月，国家税务总局发布了《关于加强白酒消费税征收管理通知》，通知称，“为保全税基，对设立销售公司的白酒生产企业，税务总局制定了《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》（见附件），对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格”。虽然如此，白酒企业的实际税负也还存在较大差别（见表2-20）。

表2-20 2010年前3个季度部分白酒企业营业税金及附加税率比较

（单位：万元）

	营业收入	营业税金及附加	实际税率（%）
贵州茅台	932 758	140 989	15.12
五粮液	1 147 171	94 996	8.28
山西汾酒	239 261	36 176	15.12
洋河股份	555 430	6 550	1.18

在这种情况下，计算毛利率时到底是减去营业税金及附加好还是不减好？其实各有利弊。从分析企业实际盈利能力的角度来看，减去更好；从分析企业产品受消费者欢迎的程度来看，不减更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，表2-20中洋河股份的税率实在是过于低了，其原因公司在2009年年报中有披露。

> 公司成品酒的包装生产全部委托全资子公司江苏洋河包装有限公司进行，公司应交的消费税及附加由受托方代扣代缴，公司对代扣代缴的消费税及附加计入产品生产成本。营业税金及附加发生额中的消费税为公司销售部分散酒缴纳的消费税。
>
> 公司委托加工成品酒由受托方代扣代缴的消费税及附加本期和上期分别为483 420 987.78元和355 548 104.53元。

我不认同洋河股份的上述解释。洋河包装既然是公司的全资子公司，理应纳入公司合并报表的范围之内，而事实上也确实如此。那么，在合并报表时就要抵消洋河股份（母公司）与子公司之间的内部交易。因此，所谓“公司对代扣代缴的消费税及附加计入产品生产成本”只能是对母公司报表所作的解释而不可能是对合并报表作的解释。需要说明的是，在对上市公司进行财务分析时投资者通常都是对合并报表进行分析，洋河股份上述对营业税金及附加的解释也是在合并报表的会计报表附注中。

如果我们分析财务指标时不关注会计报表附注，就不能正确计算出洋河股份的毛利率。

如果企业缴纳的流转税主要是增值税，则其营业税金及附加相对于营业收入而言金额很小，计算毛利率时减不减掉对税金影响不大。不过，在分析其盈利能力发展趋势时，我更愿意采用不减税的算法。这是因为，如果企业销售正常，却由于种种原因大量购进原材料，则进项税额将大幅增加，缴纳的增值税减少，从而使得属于营业税金及附加范围的城建税和教育费附加减少，这样在计算毛利率时如果减掉税金就有可能高估企业的实际盈利能力。

关注营业利润率

有些投资者对毛利率[⊖]的关注不但超过了营业利润率（营业利润/营业收入），

⊖ 在本章中毛利率的计算方法为（营业收入－营业成本）/营业收入，即在计算毛利时未减去营业税金及附加。我使用的Wind资讯采用这种算法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至有可能超过了净利润率（净利润/营业收入）。对毛利率高度重视的一个代表是《标准普尔选股指南》[1]。

如果一个企业的毛利率很高，代表它的产品市场占有率不但非常高，而且该公司生产这些产品的成本低。毛利率也是比较不容易被人为操纵的数字，因此，如果一个企业的毛利率高，就可以充分显示这个企业的经营能力不错。

个人认为，毛利率是很重要，但还没有到标准普尔说的那么玄乎。下面我们看一个毛利率极高而公司实际经营情况极差的例子。

旭飞投资（000526）2005、2006年的毛利率竟然高达100%（见表2-21），已经高得不能再高了，不过，我们很难认为这是一家好公司（见表2-22）。

表2-21 旭飞投资2005～2009年毛利率 （单位：万元）

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	1 102	586	379	482	1 190
营业成本	0	0	167	349	333
毛利率（%）	100.00	100.00	55.94	27.59	72.02

表2-22 旭飞投资2005～2009年净利润和净资产收益率

	2005	2006	2007	2008	2009	合计
归属于母公司所有者的净利润（万元）	499	146	290	－1 185	104	－146
扣除/加权净资产收益率（%）	3.13	－3.79	－5.40	－7.37	－2.44	

那么，旭飞投资的毛利率为什么会那么高呢？公司2006年年报中对此作了解释。

本年因无房地产销售，而出租房产折旧已计入管理费，酒店用品及租金计入营业费用，故无主营业务成本。

旭飞投资2006年主营业务收入明细情况如表2-23所示。

表2-23 2006年旭飞投资主营业务收入 （单位：万元）

行业	主营业务收入	主营业务成本
房地产租售	298	0
酒店公寓管理	244	0
代理及其他	37	0
合计	579	0

[1] 迈克尔·凯伊．标准普尔选股指南［M］．李曜，杜习杰，译．上海：上海财经大学出版社，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我没有兴趣评论旭飞投资的会计处理是否恰当，但是，这个案例足以告诉我们，分析一家企业的盈利能力时只考虑毛利率是远远不够的。毛利率这一指标，只考虑企业取得收入所耗费的“成本”，而没有考虑“费用”，因此是不全面的。

对于“成本”和“费用”的区别，教科书有下面的解释。

成本和费用是两个不同的概念。费用是指一定期间内企业为获取经济利益而发生的经济资源的耗费，成本则通常被定义为对象化的费用，即为达到特定目的所失去或放弃的资源。

二者的联系表现在：费用的发生是成本形成的基础，没有费用的发生，也谈不上任何对象的成本问题，二者从本质上讲都是企业资源的一种耗费或减少。

二者的区别主要在于以下两方面。①计算范围不同，从企业经济活动过程看，费用发生在先，成本计算在后，费用是按整个企业计算的。按照费用的性质和发生情况，可以分别核算生产费用、管理费用、营业费用等。而成本指企业为特定种类、数量的产品所发生的耗费，是对象化的费用，根据不同情况和管理需要，可以分别计算所含内容不同的成本，如产品的车间成本、工厂成本和销售成本等。②计算期间不同。费用是指按会计期间划分的，是指一定时期内在生产经营活动中发生的耗费；成本是按一定对象的生产经营过程是否完成划分的，当期的生产费用与当期完工产品的成本并不完全一致。

教科书上的理论总结无可挑剔，然而在实践中成本和费用并非泾渭分明，我们不妨来看一下《企业会计准则讲解2008》[⊖]中的一个例子。下面的文字摘自书中第二章第五节。

原准则规定，商品流通企业存货的采购成本包括采购价格、进口关税和其他税金等，不包括在采购过程中发生的运输费、装卸费、保险费、包装费、仓储费等费用。

新准则规定，商品流通企业在采购商品过程中发生的运输费、装卸费、保险费以及其他可归属于存货采购成本的费用等进货费用，应当计入存货采购成本。在实务中，企业也可以先进行归集，期末根据所购商品的存销情况进行分摊；对于已售商品的进货费用，计入当期损益（主营业务成本）；对于未售商品的进货

⊖ 财政部会计司编写组．企业会计准则讲解2008［M］．北京：人民出版社，2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用，计入期末存货成本。企业采购商品的进货费用金额较小的，可以在发生时直接计入当期损益（销售费用）。

如果新准则的规定是合理的，那么为什么旧准则会有不同的规定呢？我不认为这是因为在此期间会计理论有了重大进展，这或许是因为会计人员的素质提高了，会计技术进步了，更准确地核算成本有了可行性；也或许是因为随着企业竞争的加剧，更准确地核算成本的必要性增强了，或者还有其他我没想到的原因。

但是，可以肯定的是，不同企业所处的竞争环境不同、会计人员的素质和掌握的会计技术不同，加上其他因素的影响，使得企业划分成本和费用的兴趣和能力也存在差异，而准则是允许存在这种差异的。既然如此，我们何必只对（营业）成本低的公司感兴趣呢？投资者需要综合考虑企业取得收入所耗费的成本和费用，即重视营业利润率。

需要说明的，新会计准则下营业利润包括投资收益、公允价值变动收益等与企业取得营业收入无关的损益项目，我认为在计算营业利润率是应剔除这些项目。

我们来看一个错误地计算成本和费用的案例。现代投资（000900）是一家高速公路行业的上市公司，这家公司2007年的毛利率高达82.62%，在高速公路行业名列榜首。然而，我的朋友王大力先生发现这是公司会计处理错误的结果[⊖]。

他发现现代投资的管理费用率（管理费用/营业收入）奇高——13家高速公路公司平均为5.86%，而现代投资为16.85%，“如果我们用现代投资高出平均值的管理费用率来调整其毛利率，似乎一切就显得比较正常了，毛利率已经接近于13家公司的平均水平”。

大力继而发现，与其他同行业上市公司不同，现代投资在会计上将高速公路资产作为无形资产而非固定资产处理。

考虑到现代投资2008年上半年无形资产摊销1.17亿元，以及固定资产中公路及构筑物折旧1 806万元，则其营业成本接近2.5亿元。然而，现代投资中报显示，2008年上半年营业成本仅1.70亿元。所以可以判断，现代投资没有将无形资产摊销费用计入到营业成本中去，至少是没有全部计入。2008年上半年，

⊖ 王大力．现代投资低估有理［J］．证券市场周刊，2008（35）．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现代投资管理费用为1.56亿元，管理费用率高达21.32%，其中应该包括了巨额的无形资产摊销。

我比较了一下现代高速2008年年报和半年报的相关数据，很显然，在王大力的文章发表后，现代高速会计处理的方法变了，变得合乎常规了（见表2-24）。

表2-24 现代投资毛利率和管理费用 （单位：万元）

	2008年上半年	2008年	2008年下半年
营业收入	71 277	151 399	80 122
营业成本	17 029	54 350	37 321
毛利率（%）	76.11	64.10	53.42
管理费用	15 569	7 916	-7 653

注：下半年数据系用全年数据减上半年数据算得。

如果我们只看毛利率高低，不分析管理费用，能和大力一样发现现代投资高毛利率的奥秘么？

其实，就算不考虑会计方面的因素，从维持持续竞争优势的角度出发，很多企业的销售费用或管理费用也是刚性支出。在这种情况下，简单地认为毛利率高就是盈利能力强未免太片面了。以用友软件（600588）和航天信息（600271）为例，按申万行业标准，这两家公司同属信息服务——计算机应用业，只是三级行业不同，用友软件属软件业，而航天信息属其他计算机应用（见表2-25）。

表2-25 用友软件和航天信息毛利率、营业利润率 （单位：万元）

	用友软件			航天信息		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
营业收入	135 685	172 563	234 701	482 464	593 088	749 131
营业成本	15 080	21 232	39 117	360 716	447 666	580 780
毛利率（%）	88.89	87.70	83.33	25.23	24.52	22.47
营业税金及附加	3 565	4 802	6 325	5 333	6 536	7 883
销售费用	60 668	77 889	104 972	17 817	19 654	20 654

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

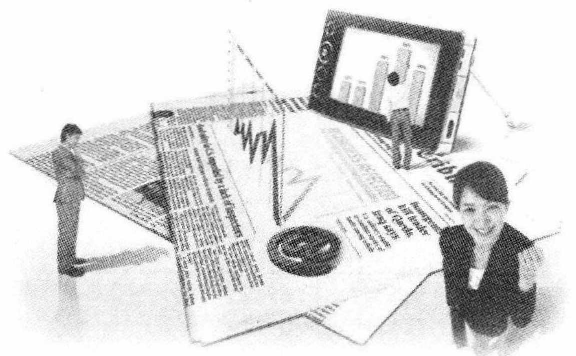
（续）

	用友软件			航天信息		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
管理费用	44 080	56 565	65 838	39 182	43 895	51 482
财务费用	-590	-829	-1 087	-2 453	-2 521	-2 796
资产减值损失	433	700	923	1 637	2 782	2 957
营业利润率（%）	9.17	7.07	7.93	12.48	12.66	11.77

注：表中营业利润＝营业收入－营业成本－营业税金及附加－销售费用－管理费用－财务费用－资产减值损失，这与上市公司利润表中的营业利润概念不同。

从表2-25来看，尽管用友软件的毛利率比航天信息高得多，但由于其销售费用和管理费用也远比航天信息高，结果是其营业利润率反倒低于航天信息。表2-25是3年的数据，可以表明用友软件的高费用是常态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章

偿债能力分析

高财务杠杆公司要区别对待

前面讲过，巴菲特喜欢高 ROE 的企业，但要将其中使用了过高财务杠杆的公司剔除。事实上，A 股上市公司中确有不少是依靠高负债取得了高 ROE（见表3-1）。

在扣除/加权净资产收益率最高的30家上市公司中，有14家的资产负债率高于50%，这个比例不可谓不高。不过，是否要将这些高负债公司一网打尽，我认为还是可以商榷的，至少要对负债中预收款项占比例较大的企业网开一面。

如郑煤机（601717），2009年年末其负债为31.93亿元，其中预收款项为15.32亿元，几乎是负债总额的一半，而有息负债（银行借款）不过3.73亿元。

再如表3-1中没有列出的中材国际（600970），扣除/加权净资产收益率为44.70%（也是相当高），资产负债率高达86.97%。然而，在中材国际147.15亿元的负债中，预收款项竟有99.09亿元，占了2/3还要多，有息负债则不过1.64亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3-1 2009年度A股上市公司扣除/加权ROE最高的20家公司资产负债率

证券代码	证券简称	净资产收益率ROE（%）	资产负债率（%）	行业
600223.SH	鲁商置业	64.07	90.42	房地产
000403.SZ	S*ST生化	117.78	89.00	医药生物
000918.SZ	嘉凯城	50.00	75.76	房地产
600647.SH	同达创业	69.71	73.58	综合
002493.SZ	荣盛石化	60.33	69.17	化工
601717.SH	郑煤机	51.98	67.19	机械设备
000638.SZ	万方地产	56.83	67.17	房地产
000517.SZ	荣安地产	59.80	66.92	房地产
002483.SZ	润邦股份	55.00	66.01	机械设备
002416.SZ	爱施德	51.67	59.58	商业贸易
300055.SZ	万邦达	63.28	59.09	公用事业
300082.SZ	奥克股份	52.42	58.46	化工
300142.SZ	沃森生物	51.83	54.76	医药生物
002487.SZ	大金重工	52.08	53.15	机械设备
300134.SZ	大富科技	68.23	42.43	信息设备
300077.SZ	国民技术	59.77	35.02	电子元器件
002437.SZ	誉衡药业	56.66	35.02	医药生物
002353.SZ	杰瑞股份	68.74	34.07	机械设备
002415.SZ	海康威视	58.93	31.85	信息设备
300078.SZ	中瑞思创	48.80	28.49	信息设备
002410.SZ	广联达	47.73	26.73	信息服务
300050.SZ	世纪鼎利	67.75	26.35	信息设备
600216.SH	浙江医药	55.47	26.25	医药生物
300113.SZ	顺网科技	71.68	26.13	信息服务
300124.SZ	汇川技术	58.41	25.58	机械设备
002399.SZ	海普瑞	119.90	22.25	医药生物
002304.SZ	洋河股份	53.88	21.75	食品饮料
300086.SZ	康芝药业	48.14	18.22	医药生物
300122.SZ	智飞生物	59.68	12.81	医药生物
300033.SZ	同花顺	53.68	7.43	信息服务

类似郑煤机和中材国际这样的企业，我们很难说它们是通过高杠杆来牟取高回报，其高负债是经营情况高度景气的一个表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

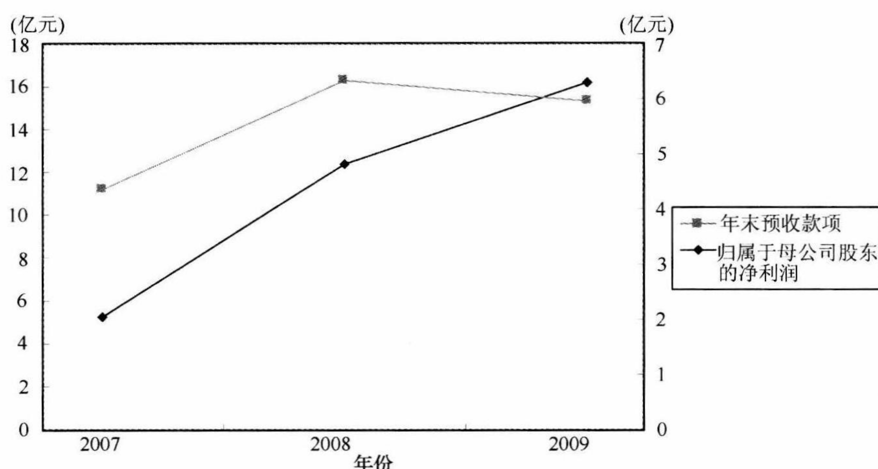


图 3-1　郑煤机近年预收款项和净利润

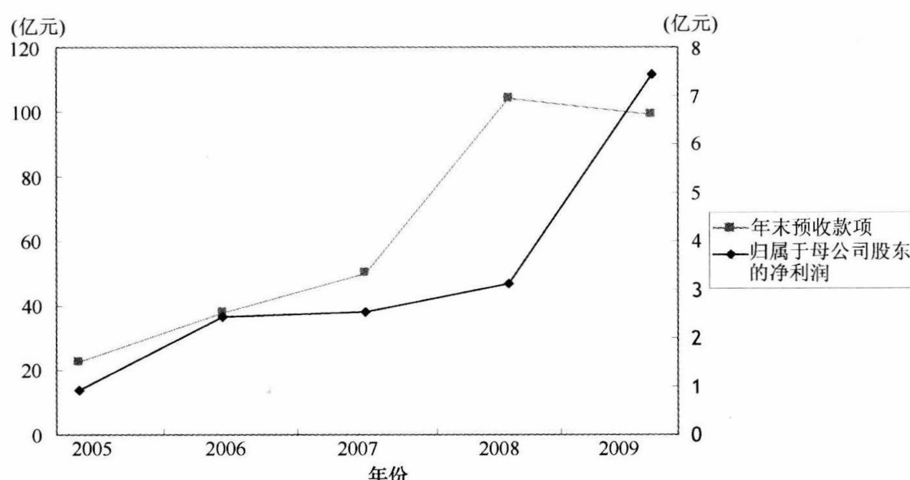


图 3-2　中材国际近年预收款项和净利润

更早的典型的案例是东方锅炉（600786，已退市），自 2001 年起，随着预收款项的增加，公司的盈利情况发生了翻天覆地的变化。2005 年年末，东方锅炉的预收款项和净利润双双达到顶峰，资产负债率也达到了 85.58%。2006 年，东方锅炉的资产负债率倒是随着预收款项的减少降下来了，为 75.05%，同期净利润却下降了 44.06%。

需要提醒大家注意的是，类似郑煤机、中材国际和东方锅炉这样的周期性企业，不能只看某一年或两三年的净资产收益率（以及其他财务指标），最好能对其一个较长的经营周期的情况作一个整体分析和判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

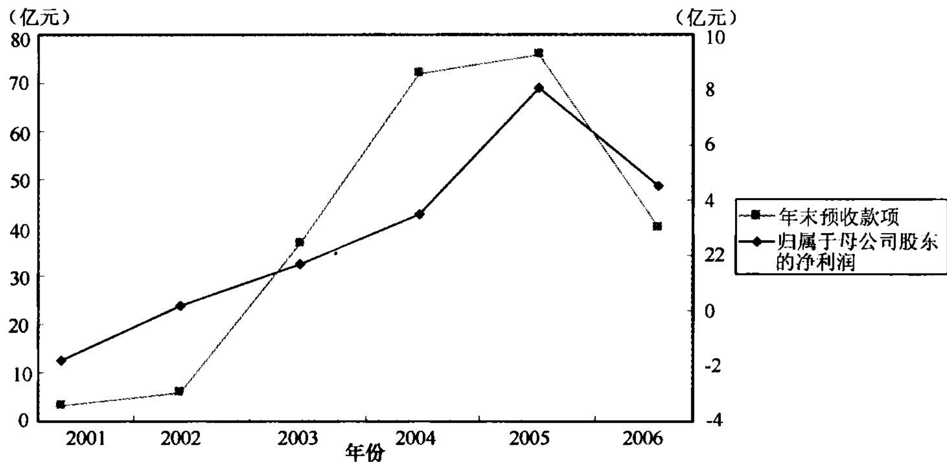


图 3-3 东方锅炉 2001～2006 年预收款项和净利润

从行业情况来看，房地产开发业的上市公司普遍负债率较高，而这些负债中有相当大的一部分为预收款项。表 3-1 中前 30 家高 ROE 上市公司中资产负债率最高的 10 家公司中就有 4 家是房地产开发企业。

与郑煤机、中材国际等公司相比，房地产开发企业的资产负债结构有所不同。相比之下，地产企业的财务风险更大。具体来说，预收款项虽多，但占负债的比重更小，有息负债占负债的比重更大，货币资金占资产的比重更小，存货占资产的比重更大。

表 3-2 部分高负债高 ROE 上市公司资产负债结构 （单位：亿元）

	鲁商置业	嘉凯城	万方地产	荣安地产	郑煤机	中材国际
负债	65.43	110.88	4.53	33.56	31.93	147.15
其中：预收款项	18.66	34.83	1.42	8.62	15.32	99.09
占负债比重（%）	28.52	31.41	31.35	25.69	47.98	67.34
有息负债	19.79	31.83	0.36	19.17	3.73	1.64
占负债比重（%）	30.25	28.71	7.95	57.12	11.68	1.11
资产	72.36	146.35	6.75	50.15	47.53	169.19
其中：存货	49.41	67.85	2.19	31.31	10.75	27.19
占资产比重（%）	68.28	46.36	32.44	62.43	22.62	16.07
货币资金	8.31	25.14	0.49	1.69	12.59	74.21
占资产比重（%）	11.48	17.18	7.26	3.37	26.49	43.86

地产企业的资产负债结构其实是由其经营模式决定的。对房地产开发企业来说，是否具有足够的土地储备是企业持续发展的关键，而在房地产景气时，地价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往往比房价涨得更快、更猛，甚至会出现“面粉贵过面包”的现象。再加上房地产开发周期较长，各种因素导致房地产开发企业往往患有“资金缺乏症”，也就难怪它们负债高企。除负债外，房地产开发企业的存货——土地储备和开发中、开发完毕的房地产项目，往往会在房价上涨时成为业绩和股价增长的助推器，在房价下跌时却又可能落井下石。

综上所述，与一般企业相比，房地产开发企业的情况相当复杂。一方面，我们不能简单地因为负债高就将房地产开发企业排除在投资范围之外；另一方面，我们又切忌对房地产景气程度抱有不切实际的幻想，对房地产开发企业的财务风险置若罔闻。

巧设财务指标判断房企财务状况

2011 年下半年以来，各地楼盘降价的消息纷至沓来，与之相伴的还有不少老业主“维权”的新闻。那么，开发商为什么要降价？是因为资金压力大不得不如此吗？能从房地产开发行业上市公司的财务指标中找到答案吗？我们认为，答案是肯定的，但是并不容易。

判断企业的财务状况，人们最常用的财务指标是资产负债率，而由于房地产开发企业往往有着巨额的预收账款，这个指标不能正确地评价其财务状况。以万科（000002）为例，这家公司在行业中以财务稳健著称，2011 年 6 月 30 日的资产负债率为 77.85%。按一般标准来衡量，万科的负债率明显偏高。不过，在万科 2 031.53 亿元的负债中，预收账款为 1 070.74 亿元，比例高达 52.71%。如果一家房地产开发企业因为开发的楼盘开始销售取得了大量的预收款，则其资产负债率指标会上升，但我们不能因此认为这家企业财务状况变得更差了。

意识到资产负债率的不足，近年来分析师们更多地喜欢用净负债率来判断房地产开发企业的财务状况，而万科也经常在年报的“管理层讨论与分析”部分中使用这一指标。

不过，分析净负债率的计算方法可以发现这一指标仍然存在缺陷。

$$净负债率=\frac{有息负债-货币资金}{所有者权益}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，自从政府对房地产进行调控以来，房地产开发企业获得银行贷款等有息负债的难度加大，在这种情况下，企业由于有息负债减少导致净负债率下降未必是企业资金压力减小的体现。

其次，净负债率的计算并未区分负债的偿还期限，而同样作为有息负债，不同的偿还期限带给企业的资金压力是不同的。

以保利地产（600048）为例，这家公司的作风相对激进，净负债率逐年上升（见表3-3）。

表3-3 万科、保利地产净负债率 （%）

	2008年6月30日	2009年6月30日	2010年6月30日	2011年6月30日
万科	37.10	10.68	40.76	20.82
保利地产	102.38	71.48	132.52	146.20

但是，我们很难因此就判断保利地产资金压力巨大。在银行业压缩房地产贷款的情况下，保利地产的银行借款仍能大幅增长，而且新增借款绝大部分为长期借款，这表明其融资能力极为强大（见表3-4）。这样的企业，其资金压力比起无法获得银行借款等有息负债的中小房地产商来要小得多，尽管其净负债率指标看上去有些吓人。

表3-4 保利地产有息负债 （单位：亿元）

	2010年12月31日	2011年6月30日	增长（%）	占比（%）
短期借款	3.08	4.50	46	1
一年内到期的长期借款	36.91	68.84	87	12
长期借款	202.50	470.29	132	80
应付债券	42.62	42.72	0	7
合计	285.11	586.35	106	

根据半年报中对“金额前五名的长期借款”情况的披露，保利地产的长期借款期限最长可达10年，而万科的长期借款期限最长不过2年[⊖]。窥一斑而知全豹，我们可以推测保利地产的借款期限较长。因此，其资金压力并不像净负债率指标所显示的那么大。

⊖ 万科借款期限在3年以上的长期借款为26.48亿元，占总的长期借款的比例为11%。保利地产的半年报没有披露这方面的资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过认真思考，我认为在这样的环境下“（应付票据 + 应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”是一个较资产负债率和净负债率更能准确反映房地产开发企业资金压力的财务指标。

我们认为，可以将房地产开发企业的负债分为四类——有息负债、预收账款、应付票据和应付账款、其他负债。以万科和保利地产为例，四类负债占总负债的比例如表 3-5 所示。

表 3-5 万科和保利地产四类负债比例 （%）

	万科	保利地产
有息负债	26	49
预收账款	53	43
应付票据 + 应付账款	9	4
其他负债	12	5

指标中采用“应付票据 + 应付账款”作为分子，是因为它们比总负债或流动负债等对企业的资金紧张程度更加敏感。近年来，各地限购政策的实施以及银根的收紧将抑制房地产开发企业预收账款和有息负债的增长，也就是说，企业经营活动和筹资活动现金流入减缓。在这种情况下，企业很有可能推迟向供应商付款，从而造成应付票据和应付账款的上升。

指标中采用“销售商品、提供劳务收到的现金”作为分母，是因为它比营业收入能更准确、更及时地反映企业的经营规模，可以更直观地衡量在不依靠融资活动的情况下，完全凭借企业自身的销售支付应付票据和应付账款的能力。

以万科为例，2011 年上半年实现销售面积 565.5 万平方米，销售金额 656.5 亿元，同比分别增长了 76.7% 和 78.6%。然而由于开发项目竣工在全年分布的不均匀（竣工将集中于 4 季度），上半年结算资源有限，万科的营业收入只增长了 19.2%。万科预计随着 4 季度项目陆续竣工并转入结算，全年结算量同比增幅将明显高于上半年。

截至 2011 年 11 月末，A 股市场房地产开发行业（申万Ⅲ级行业标准）共有 136 家上市公司，剔除数据不全及异常者后，我们将剩下的 120 家公司按规模大小分为 10 组（第 1 组规模最大，第 10 组最小），计算出其“（应付票据 + 应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”指标的中位数，具体如表 3-6 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-6 房地产开发行业上市公司“（应付票据＋应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”的中位数 （%）

	6月30日				2011年年中比2008年年中上升
	2008年	2009年	2010年	2011年	
第1组	47.51	41.33	35.47	33.90	-28.63
第2组	31.74	22.67	20.11	30.47	-3.99
第3组	47.70	39.44	28.41	45.99	-3.58
第4组	34.26	53.69	35.61	37.46	9.34
第5组	29.70	27.06	19.98	32.28	8.70
第6组	36.98	49.53	44.48	50.12	35.54
第7组	25.69	32.19	18.43	37.76	46.96
第8组	39.04	32.10	26.01	31.48	-19.36
第9组	15.56	12.59	12.57	18.40	18.24
第10组	34.06	51.53	120.58	105.55	209.89

注：销售商品、提供劳务收到的现金均为半年报数据。

房地产市场在2008年曾有过一次调整。从表3-6中可以发现，经营规模较大的企业2011年中期应付账款和应付票据相对其规模而言较2008年中期有所降低，而中小企业则有所上升。

另从每组企业“（应付票据＋应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”这一指标的最大值来分析，中小企业的困境也是一目了然。需要说明的是，在表3-6中，我们使用中位数而不是平均数来分析各组企业，是因为平均数更易受极端数的影响。

与2008年不同的，在2011年房地产开发商降价潮中部分中小开发商也参与了进来。对于像万科这样的上市公司，由于它坚持快速周转的经营策略，在市道不好的情况下降价出售产品是很自然的事情，而那些没有清晰的发展战略的中小开发商降价恐怕更多是出于资金压力。“（应付票据＋应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”这一指标清楚地揭示了中小企业与大企业相比有着更大的资金压力，而部分企业该指标大于100%，意味着销售半年收到的款项尚不足以支付现有应付款，其窘态可想而知（见表3-7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一种观点认为，应付票据和应付账款多是企业与供应商相比处于强势地位的体现，这或可解释为什么表3-6中有些规模小的组其指标的绝对值并不高。不过，房地产开发企业2011年年中“（应付票据+应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”指标的上升不应视为强势地位的加强，而确确实实是资金压力的体现。

另外，凡事不可一概而论。以A股房地产开发行业上市公司为例，规模最大的4家公司中，保利地产和金地集团更多地依赖有息负债，应付票据和应付账款一向不多，但是，我们并不能因此就说这两家公司与供应商相比处于弱势地位（见表3-8）。

表3-7 房地产开发行业上市公司2011年上半年年末“（应付票据+应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金”的每组最大值 （%）

第1组	67.29
第2组	81.76
第3组	85.16
第4组	117.30
第5组	123.38
第6组	149.99
第7组	244.04
第8组	153.06
第9组	171.37
第10组	22 374.30

表3-8 万科、保利地产、金地集团和招商地产部分财务指标 （%）

证券简称	净负债率				（应付票据+应付账款）/销售商品、提供劳务收到的现金			
	2008年6月30日	2009年6月30日	2010年6月30日	2011年6月30日	2008年6月30日	2009年6月30日	2010年6月30日	2011年6月30日
万科A	37.10	10.68	40.76	20.82	46.19	44.64	46.22	36.57
保利地产	102.38	71.48	132.52	146.20	17.24	13.63	13.56	15.05
金地集团	80.85	54.06	72.97	60.97	16.35	20.54	30.45	15.73
招商地产	87.93	12.44	11.04	29.77	48.67	27.18	35.72	55.88

流动比率大于2的意义

价值投资的鼻祖格雷厄姆很重视流动比率这一指标，在《聪明的投资人》一书中他为防御型投资者推荐了下面的选股标准：

（1）足够的企业规模；

（2）强劲的财务状况；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 盈余稳定；

(4) 持续的股息发放记录；

(5) 盈余成长；

(6) 适当的市盈率；

(7) 股价相对于资产的比率适当。

其中“强劲的财务状况”是指——就工业公司来说，流动资产至少为流动负债的两倍，所谓2∶1 的流动比率。另外，长期负债不可超过净流动资产（即“营运资本”）。就公用事业来说，公司负债不可超过股东权益（以账面价值计算）的2倍。

不过，近年来，人们对流动比率不是那么重视了。玛丽·巴菲特和戴维·克拉克在《巴菲特教你读财报》中这样认为。

有趣的是，对于很多具有持续性竞争优势的公司来说，其流动比率常常低于这个神奇的分水岭数字1。穆迪公司的流动比率为0.64，可口可乐公司的流动比率为0.95，宝洁公司的流动比率为0.82，安海斯—布什公司的流动比率为0.88。按那些守旧派分析师的观点，这意味着它们将面临偿还短期流动债务的困难。而实际上，它们的盈利能力足够强劲，能够轻松自如地偿还流动负债。

简而言之，很多具有持续性竞争优势的公司，其流动比率都小于1，不同于传统的流动比率指标评判标准。因此，我们在判断一家公司是否具有持续性竞争优势时，流动比率指标会显得毫无用处。

如果一家企业盈利能力极强，则其流动比率稍低也无妨。我们不妨回想一下Z值公式[⊖]，按公式的组成，决定一家企业是否会陷入财务困境的并非只有财务状况，盈利能力和资产周转速度也是重要的影响因素。

⊖ Z值是美国学者Altman发明的一种衡量企业破产风险的方法，被人们广泛应用。这一模型预测企业的Z值小于1.20时将破产，Z值介于1.20和2.90之间为“灰色区域”，Z大于2.90则企业没有破产风险。计算方法如下。

$Z=0.717(X1)+0.847(X2)+3.11(X3)+0.420(X4)+0.998(X5)$

其中：X1 = 营运资本/总资产；X2 = 留存收益/总资产；X3 = 息前税前利润/总资产；X4 = 股东权益/负债；X5 = 销售收入/总资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然如此，流动比率也不是毫无用处的财务指标。以可口可乐公司为例，近来其流动比率就已经有所上升（见表3-9）。

表3-9 可口可乐流动比率 （单位：百万美元）

	12月31日				
	2006	2007	2008	2009	2010
流动资产	8 441	12 105	12 176	17 551	23 105
流动负债	8 890	13 225	12 988	13 721	17 271
流动比率	0.95	0.92	0.94	1.28	1.34

从流动资产的构成来看，可口可乐更加注重储备现金以保证财务安全（见表3-10）。

表3-10 可口可乐流动资产构成 （单位：百万美元）

	2008年12月31日	2009年12月31日	2010年10月1日
现金	4 701	7 021	10 509
短期投资		2 130	2 644
可供出售证券	278	62	112
应收账款	3 090	3 758	3 720
存货	2 187	2 354	2 259
预付款及其他流动资产	1 920	2 226	3 861
合计	12 176	17 551	23 105
现金和短期投资占流动资产的比重（%）	38.61	52.14	56.93

可口可乐之所以这样做，或许是因为其经营业绩还是有一定的波动。此外，2008年的金融危机也表明金融市场并非那么坚不可摧，未必能随时向遭遇暂时资金困难的企业提供足够的支持（见表3-11）。

表3-11 可口可乐近年经营业绩 （单位：百万美元）

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	23 104	24 088	28 857	31 944	30 990
营业利润	6 085	6 308	7 252	8 446	8 231
投资收益	680	102	668	-874	781
税前利润	6 690	6 578	7 919	7 506	8 946
收入增长（%）		4.26	19.80	10.70	-2.99
税前利润增长（%）		-1.67	20.39	-5.22	19.18

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，企业的流动比率应该保持在什么标准呢？我的态度可能有些保守，我认为，至少在1以上，最好能达到2。

A股市场上，被称为“类金融”的苏宁电器历年来流动比率也均在1以上，另外一家以资金占用能力著称的企业——格力电器也是如此（见表3-12）。

表3-12 格力电器和苏宁电器近年来流动比率

	12月31日				
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
格力电器	1.00	1.01	1.07	1.01	1.04
苏宁电器	1.25	1.46	1.19	1.38	1.46

如果遭遇风吹草动，流动比率更高的好处就体现出来了。珍妮特·洛在《价值投资胜经》[⊖]中讲了一个对我很有启发的案例。

在IBM宣布买下莲花电脑之前，买进这家软件制造商股票的人都狠狠赚了一票。IBM以超过近乎一倍的股价买下莲花电脑；IBM原先出每股60美元的价钱，到收购案完成之前已经升到每股64美元。这个购并案同时也是IBM历经将近10年的整顿、股价连连走低、创下历史低点之后的起步。

莲花电脑陷于一时困顿，但具备长期基本面极佳的公司特征。1994年莲花电脑在首度出现赤字时（紧接着6 800万美元的收购费用支出之后），进行了一次组织重整。事实上，莲花电脑产品原本可以提早进入市场，但由于管理阶层对于视窗系统的市场前景判断错误，以至于营业额节节下滑。除此之外，部分莲花电脑的产品并未能有所表现，业绩也因此受到影响，莲花电脑的股价也因此由1994年的86.5美元高点，重挫至1995年的25美元。

但回顾该公司过去10年的表现，莲花电脑曾经创下营业额每年增长30.5%的记录，收益增长也达每年15%。尽管利空消息频传，这家公司的流动资本仍然强劲，而其流动比率也保持在2.5的正常水准。定性因素方面，莲花电脑的管理阶层展现了优秀的管理能力与长期的增长绩效——特别是和电脑软件业相比，更属相当长期的优异表现。

⊖ 珍妮特·洛. 价值投资胜经［M］. 简丰敏，译. 北京：华夏出版社，2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试想，如果莲花电脑的流动比率低于2，甚至低于1，在经营方面遭受了重创后是否还能够做到安然无恙呢？如果不被并购就有可能破产，公司在和IBM谈并购价格时能有多大的底气呢？

价值投资者能够买入价格低于内在价值的股票，往往是因为市场整体低迷，绝大多数股票价格都很低；也有可能是个别公司陷入暂时的困境，市场对其过度悲观。如果市场低迷是因为经济处于萧条期，那么此时买入股票和在公司陷入困境时买入股票一样，都应该考虑买入的公司是否能够有足够的财力渡过难关，再续辉煌。此时此刻，流动比率的重要性不言而喻。

流动比率这根弦绷得太紧的公司，怕是犯不起错误。可是，人非圣贤，孰能无过？

辩证地看待大秦铁路的流动比率

有网友在博客中这样问我：

你好！孙老师。如何看待大秦铁路2010年流动比率0.487 6，速动比率0.447 4；2011年3季度，流动比率0.620 3，速动比率0.528 7？谢谢您！

教科书上的经典说法是——企业的流动比率应不低于2，速动比率不低于1。按这样的衡量标准，大秦铁路（601006）的流动比率和速动比率确实偏低。但是，具体问题要具体分析，我认为，投资者不必太过担心大秦铁路的短期偿债能力。在下面，我们主要分析大秦铁路的流动比率，这是因为其存货占流动资产的比例低（2011年9月30日为15%），流动比率和速动比率相差不大。

首先，从图3-4中我们可以发现，大秦铁路的流动比率自2010年9月30日达到最低点后就逐步攀升。如果没有意外，凭借着强劲的盈利能力（2011年前3个季度，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为15.40%），大秦铁路的流动比率未来仍将继续提高。

其次，2010年6月30日和9月30日大秦铁路流动比率急剧下降的原因是收购资产。大秦铁路2010年半年报中有如下陈述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

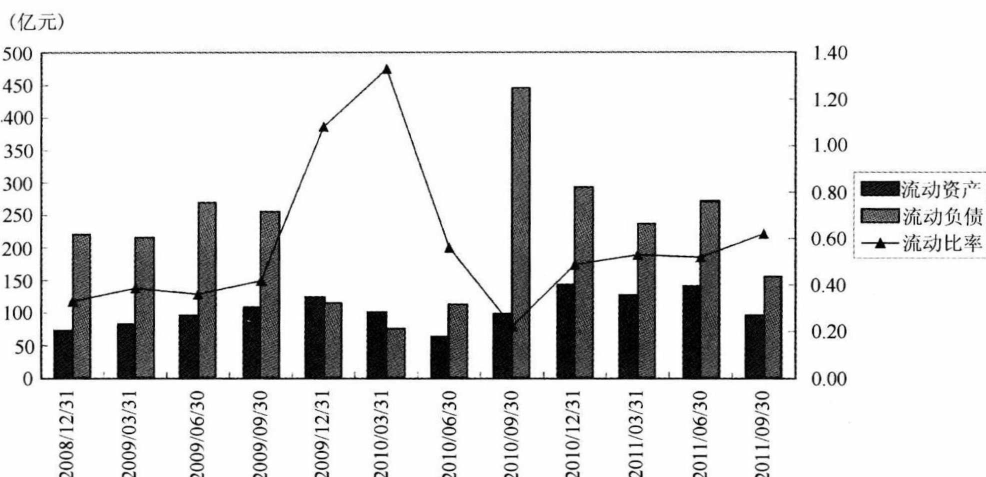


图3-4 大秦铁路流动比率（单位：亿元）

本公司分别于2009年11月10日和11月27日召开第二届董事会第十三次会议和临时股东大会并通过决议，将采用向不特定对象公开募集股份的方式增发不超过20亿股人民币普通股（A股），募集资金约165亿元用以收购太原铁路局运输业务的相关资产（其中包括一项联营公司投资）和负债（以下称“收购”），并以现金形式向太原铁路局支付收购对价约327.9亿元，相关《资产交易协议》已经签署。2010年6月28日，本公司与太原铁路局签订了《资产交易协议之补充协议》，并同意在本协议生效6个月内，由本公司向太原铁路局支付50%的转让价款，首次付款应满足国有产权转让相关规定，付款金额达到52亿元。本公司于2010年6月29日利用自有资金完成了首笔收购对价款支付，付款金额52亿元。

2010年9月30日大秦铁路的流动负债急升，其中“其他应付款”由上年年末的61.24亿元猛增到257.90亿元，增长了3.21倍，3季报的解释是——尚未支付的收购对价款增加。

如果不是因为收购太原铁路局相关资产这一事件的影响，大秦铁路的流动比率应该不会像现在这么低。此前，2010年3月31日，大秦铁路的流动比率已经达到1.33，速动比率达到1.22。

最后，大秦铁路流动比率低还因为其资本结构与资产结构不匹配，如果公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有意改变这种情况，流动比率就会得到一定改善。大秦铁路的资产负债率并不高，2011 年 9 月 30 日仅为 36.11%。只不过，在公司的负债中，流动负债占了 45.43%，而与此同时，流动资产占资产的比例仅为 10.17%。

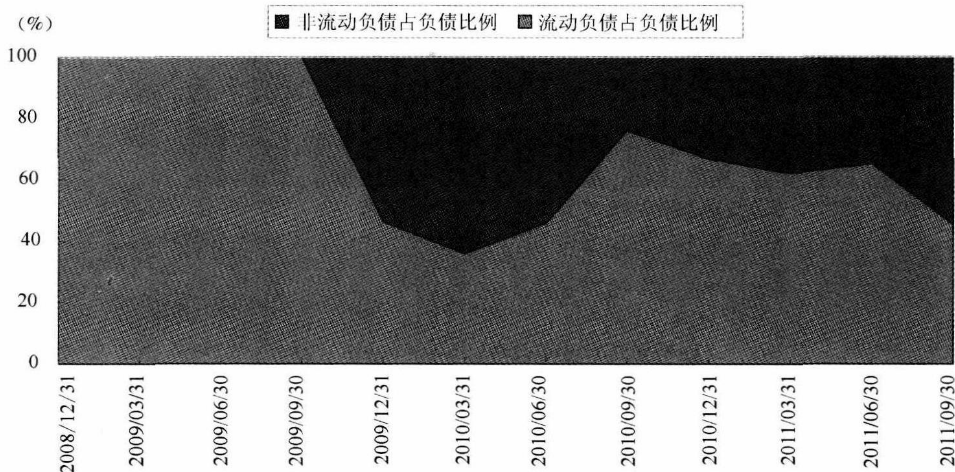


图 3-5 大秦铁路的负债构成

2009 年 4 季度前，大秦铁路几乎没有非流动负债，这使得其流动比率极低。这种情况随后发生了改变，2009 年 12 月公司发行了 135 亿元的中期票据（期限分别为 5 年和 3 年），于是我们看到其流动比率迅速提高。

大秦铁路近来流动比率的改善也有非流动负债增加的功劳。2011 年 8 月，公司发行了 40 亿元的公司债券，在《募集说明书》中有如下字句。

截至 2011 年 3 月 31 日，本公司流动比率和速动比率分别为 0.53 和 0.48，较 2010 年年末分别增长 0.04 和 0.03，仍处于相对较低水平。本期债券发行后，募集资金将全部用于偿还银行贷款，预计本公司的短期负债占比将有所降低，流动比率和速动比率将进一步提升，从而能降低公司的财务风险。

2011 年 9 月 30 日，大秦铁路的短期借款为 19.50 亿元，比上年年末减少了 84%。假设大秦铁路 8 月发行了 60 亿元公司债，将短期借款全部偿还，则其流动比率可以提高到 0.71。

从大秦铁路流动负债的构成来看（见表 3-13），大部分为无息负债，可以认为是公司较供应商处于强势地位的体现（例如，2011 年 9 月 30 日应付账款为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

35.36 亿元，而应收账款仅为 24.21 亿元）。因此，未来继续通过偿还流动负债来提升流动比率的可能性不大，积攒现金成为提升流动比率最为可能的选择。鉴于现阶段铁路建设正处于资金窘境，预计未来大秦铁路的流动比率和速动比率不会太高，但仍以达到 1 以上为好。

表 3-13 大秦铁路的流动负债 （单位：亿元）

	2010 年 12 月 31 日	2011 年 9 月 30 日	增长（%）
短期借款	124.50	19.50	-84
应付账款	27.17	35.36	30
预收款项	5.36	9.48	77
应付职工薪酬	7.00	9.36	34
应交税费	16.91	16.98	0
应付利息	0.95	4.95	421
其他应付款	110.39	59.27	-46
合计	292.28	154.90	-47

利息保障倍数该怎么算（1）

利息保障倍数和资产负债率、流动比率、速动比率是在评价企业偿债能力时经常见到的财务指标。

所谓利息保障倍数，MBA 智库百科的定义是：指企业息税前利润与利息费用之比，又称已获利息倍数，用以衡量偿付借款利息的能力，它是衡量企业支付负债利息能力的指标[⊖]。我查阅格雷厄姆的《证券分析》一书，发现他并没有像教科书那样给出定义，但从其行文中可以找到对这一概念的描述——收益与利息要求的比率。

在《证券分析》中，格雷厄姆对利息保障倍数的计算方法作了重点讨论。首先，他认为应完全抛弃“优先扣除法”（这部分与目前国内情况关系不大）；其次，批评在计算可用于债券利息支付的净收益时，忽略折旧因素。

⊖ 参照 http://wiki.mbalib.com/wiki/%E5%88%A9%E6%81%AF%E4%BF%9D%E9%9A%9C%E5%80%8D%E6%95%B0.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券募集公告所公布的利息保障比率指标，普遍是在扣除折旧这个备抵项目以前计算出来的，对于这种方法同样也很难找到令人满意的解释。折旧是公共事业企业营业费用中一项实在而且重要的构成。对于一个典型的经营良好的公司，每年折旧储备中的大部分资金被用来更新毁损或报废的设备。因此，不能认为折旧仅是一个账面的概念，因而无须认真对待……根据作者的观点，在公布可用于发放利息的收益的数字时，对折旧费用的任意省略的处理方法和明目张胆地歪曲事实的危险性是一样的。

然而，在格雷厄姆的《证券分析》出版了几十年以后㊀，我们在国内债券发行文件中，仍然到处可见他严厉批评的这种算法——EBITDA㊁利息保障倍数，不仅没有扣除折旧，而且没有扣除摊销。

或许会有人认为，格雷厄姆以保守著称，按他给出的标准，我们在A股市场上会发现没有股票应该买入，因此，他对利息保障倍数算法的观点也可能过于保守了。

那么，再看看巴菲特对EBITDA的批评吧。

如果我们想通这些问题，就能领悟到什么才可称为“所有者收益”。这些收益代表（a）报告收益，加上（b）折旧费用、折耗费用和某些其他非现金费用，减去（c）企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本化开支，等等。

凡此种种都清楚地表明，常常在华尔街的报告中侃侃而谈的“现金流”数字非常荒谬。这些数字例行公事地包括（a）加上（b）但没有减去（c）。大多数投资银行家的销售手册也有这种欺骗性的介绍，这些销售手册暗示正在出售的企业是一座商业金字塔——永远是第一流的，而且永远不需要更新、改善或修整。

利息保障倍数有着天然的缺陷——没有考虑债务本金的偿还，而这又是企业债权人不能不考虑的问题。相比较而言，用EBIT来计算利息保障倍数比EBITDA更能令理性的债权人放心，这意味着企业管理层从持续经营的角度来考虑偿债问题。反之，以EBITDA来计算利息保障倍数，多少有些不管以后如何的味道。

㊀ 第1版为1934年版。
㊁ 息、税、折旧、摊销前利润。参见 http://wiki.mbalib.com/wiki/EBITDA.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到通货膨胀因素的存在，其实以 EBIT 来计算利息保障倍数都未必稳健，设定一个较高的安全边际是解决这个问题的好办法。格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中讨论宾州中央公司案例时，曾这样说：

就企业资产与营业额来看，它是美国最大的铁路公司。它在 1970 年宣布破产，事件震撼了整个金融界……根据标准普尔的《债券指南》，该公司盈余相对于利息支出的比率在 1967 年为 1.91 倍，在 1968 年为 1.98 倍。根据我们的教本《证券分析》，铁路债券的最低税前利息保障倍数为 5 倍，税后则为 2.9 倍。就我们所了解的，没有任何投资权威人士曾经质疑这些标准的有效性。

令人遗憾的是在一些公开资料如 MBA 智库百科网中只是笼统地说“要维持正常偿债能力，利息保障倍数应大于 1”。相比较而言，中国证券投资者保护网的说法就更加全面，“一般认为，当利息保证倍数在 3 或 4 以上时，公司付息能力就有保证，低于这个数，就应考虑公司有无偿还本金和支付利息的能力”。[⊖]

然而，即便如此，国内债券发行文件中对利息保障倍数的计算有些还达不到公开资料中的要求，如 MBA 智库百科网中有这样的要求——根据损益表对企业偿还债务的能力进行分析，作为利息支付保障的“分子”，只应该包括经常收益；利息费用不仅包括作为当期费用反映的利息费用，还应包括资本化的利息费用。

另外，李圣鹏先生发现了一些计算利息保障倍数的错误案例，有兴趣的读者可以在他的博客（http://blog.sina.com.cn/u/1768955654）中读到相关文章。事实上，类似的错误并不少见。为保险起见，我建议投资者自行计算这一指标。

利息保障倍数该怎么算（2）

我们以赣粤高速（600269）为例，看看在实际计算利息保障倍数的过程中应该注意哪些事项。

⊖ http://www.sipf.com.cn/NewCH/zxkt/cwfx/11/46105.shtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2011 年 7 月，赣粤高速在全国银行间债券市场上发行了 12 亿元的短期融资券，大公国际资信评估有限公司对该债券的评级为 A－1 级——最高级短期债券[⊖]。据大公国际的计算，赣粤高速 2008、2009、2010 年的利息保障倍数分别为 6.38、9.98 和 10.51，计算公式为

EBIT 利息保障倍数＝EBIT/利息支出

＝EBIT/(计入财务费用的利息支出＋资本化利息)

其中，　　EBIT＝利润总额＋计入财务费用的利息支出

我们先简单地介绍一下什么是资本化利息。以下内容摘自《企业会计准则》，有兴趣的读者可以进一步学习。

借款费用，是指企业因借款而发生的利息及其他相关成本。

企业发生的借款费用，可直接归属于符合资本化条件的资产的购建或生产的，应当予以资本化，计入相关资产成本；其他借款费用，应当在发生时根据其发生额确认为费用，计入当期损益。

所谓计入当期损益，此处即计入财务费用。这就是说，某家上市公司的借款利息支出，有可能并没有计入财务费用，但它给公司带来的资金压力并不因为会计处理而改变，因此，我们必须将可能遗忘的这部分支出考虑进来。在我的印象中，房地产开发企业资本化利息数较大，以保利地产（600048）为例，2010 年计入财务费用的利息支出仅 2 490 万元，而年末资本化利息余额竟高达 38.39 亿元（2009 年年末为 24.69 亿元），当年利息资本化的比例为 99.09%。

我们来看一下 2010 年赣粤高速利息保障倍数的计算过程。根据大公国际评级报告，赣粤高速 2010 年的 EBIT 为 183.44，这显然是出现了笔误（见表 3-14）。

表 3-14

财务指标				
EBIT	41 263	183.44	179 149	168 367
EBITDA	41 263	228 911	217 758	202 531
总有息负债	774 769	577 682	452 123	351 023

⊖ 相关发行文件可在中国债券信息网上查询，网址为：http://www.chinabond.com.cn/jsp/searchEngine/search_rs.jsp? p = &titlekeyword = %B8%D3%D4%C1%B8%DF%CB%D9&contentkeyword = &authorkeyword = &s_or_c = s&s_or_c_id = 0&area = all&tb = 1998－01－01&te = 2012－02－14&sortfd = 1&oa = 1&a = 10&s = cms&cp = 0.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010年，赣粤高速的利润总额为165 966万元，财务费用为17 448万元，利润总额与财务费用之和为183 414万元。

从会计报表附注来看，赣粤高速的财务费用有些复杂，我们面临的问题是该如何确定计入财务费用的利息支出（见表3-15）。

表3-15 赣粤高速2010年财务费用

（单位：万元）

项目	本期发生额
利息支出	9 118
减：利息收入	896
未确认融资费用	4 577
应付债券利息调整	4 535
其他	113
合计	17 448

不过，评级人员似乎没有这方面的烦恼——因为183 414/17 448 = 10.51，依此来推断，他们是直接以财务费用数作为计入财务费用的利息支出数，而且在计算利息保障倍数时分母中没有加上资本化利息。

有些公司在发行债券时披露的财务报告中没有披露利息资本化金额，但赣粤高速是披露了的（见表3-16）。

表3-16 赣粤高速2010年利息资本化情况 （单位：万元）

项目	工程进度（%）	利息资本化累计金额	其中：本期利息资本化金额
彭湖高速公路一期	100	2 656	1 364
彭湖高速公路二期	93	665	620
昌九省庄至蛟桥段技术改造项目	100	56	56
昌奉高速公路项目	40	2 001	1 959
奉铜高速公路项目	18	430	430
合计		5 807	4 430

如果算上4 430万元资本化利息，则赣粤高速2010年的利息保障倍数为8.38。

回过头来再讨论赣粤高速的财务费用。在我看来，未确认融资费用和应付债券利息调整都是对非标准化债务的利息支出的一种调整。我这里所说的标准化债务，如银行借款，企业从银行处收到本金，利息支出按约定的利率计算，实际利率和票面利率相同。至于非标准化债务，则存在着实际利率和票面利率不同的现象，如《企业会计准则讲解2008》第378页的例题“某公司……委托证券公司以7 755万元的价格发行3年期分期付息公司债券。该债券面值为8 000万元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票面年利率为4.5%，实际年利率为5.64%，每年付息一次”。

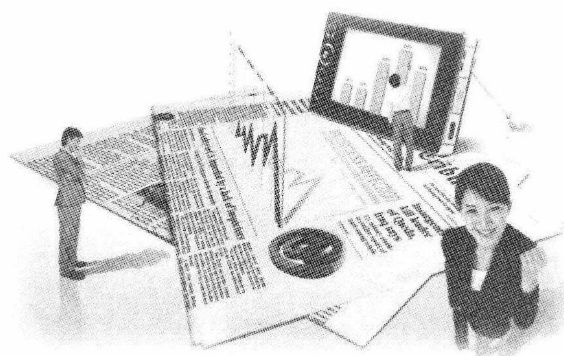
以赣粤高速的应付债券为例，其名称为“分离交易可转债”（认股权及债券分离交易的可转换公司债券的简称），票面利率仅为0.80%——很显然，这不是该债券真实的利率。于是，会计上需要将根据票面利率计算出的利息支出调整到真实水平。但无论会计上如何调整，这种非标准化债务的现金流和我们常见的标准化债务的现金流总是不一样的（融资租赁在这方面显得更为明显），这使得相同的利息保障倍数背后偿债压力很有可能并不相同。

然而，在没有更好的办法的情况下，我们只能按现有会计准则所确定的那样，将未确认融资费用和应付债券利息调整等均作为利息支出看待。

但是，无论如何，我们不能直接将利润表中的财务费用数作为利息支出数，在赣粤高速这个案例中，我认为利息收入不应该从利息支出中减去，而财务费用中的“其他”项目则应该减去。换言之，在计算利息保障倍数时，赣粤高速2010年计入财务费用的利息支出应为17 448 + 896 - 113 = 18 231万元，相应地，我们还要调整一下前面计算的EBIT数值。这样算下来，赣粤高速的利息保障倍数为8.13。

在赣粤高速这个案例中，财务费用和（计入财务费用的）利息支出数相差并不大，相应地对利息保障倍数的计算结果影响也不大，但并非所有的公司都是如此。以格力电器为例，2010年年末公司有银行借款37.54亿元，计入财务费用的利息支出为1.58亿元，但其财务费用为-3.09亿元，这是因为其利息收入高达4.92亿元。如果以财务费用数作为利息支出数，我们会得出一个负的利息保障倍数，这显然是荒谬的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 4 章

成长能力分析

冷眼看成长

成长性是投资者极为关注的财务指标，有些成长型投资者甚至将其放在关注指标的首位。但是，对成长股的过分吹捧却有可能陷入“增长率陷阱”。有趣的是，价值投资的鼻祖本杰明·格雷厄姆以保守著称，却也曾提出过一个评估成长股价值的简洁公式。然而，如果我们深入研究这一公式，却会发现按这一公式买入价值股才是更好的投资选择。

无论是在什么时候，总有不少人对成长股怀有极大的热情，这使得成长股的股价很难便宜。在这种情况下，杰里米·西格尔教授提出了“增长率陷阱”这一概念，他指出：

增长率陷阱诱使投资者为那些促进创新并带动经济扩张的产业和公司付出过多的资金。人们对增长不懈的追求（购买热门股票、寻找激动人心的新技术、投资于快速发展的国家）注定了他们并不能得到丰厚的回报。事实上，历史表明那些业绩最好的投资往往出现在正在萎缩的产业和发展缓慢的国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于为什么会这样，西格尔教授的答案是“定价，你为收益所支付的价格和你收到的股利”。也就是说，人们在买入成长股时付出了过高的价格。

但是，很少有成长型投资者认为成长股的股价过高。有趣的是，以保守著称的格雷厄姆曾提出过一个估值公式，如果没有深入理解这一公式，人们就可能高估成长股的价值。格雷厄姆在其名著《聪明的投资人》一书中提出了如下公式（以下简称为格雷厄姆公式）

成长股价值 = 当期（正常）盈余 ×（8.5 +2 倍的预期年成长率）

其中成长率是指未来 7 ~ 10 年的预期成长率。

在珍妮特·洛的《价值投资胜经》一书中，则提出了这个公式的另外一个版本。

格雷厄姆发明了一个公式，以企业收益与 AAA 公司债的关系来评估企业的内在价值。

$$股票内在价值 = 当期(正常)盈余 \times (8.5 + 2倍的预期年成长率) \times \frac{4.4}{AAA公司债的收益率}$$

与版本 1 相比，版本 2 考虑的因素更多，更加合理。但是，《聪明的投资人》影响力更大，运用版本 1 的投资者更多，且如何确定国内 AAA 公司债的收益率这一数据也有相当难度，因此下面我们仍然主要讨论版本 1。

《价值投资胜经》中有巴菲特对格雷厄姆公式看法的描述——“‘我从来没有用过这个公式。我认为格雷厄姆在创造这个公式的时候有点心不在焉’。他这么说着，不禁哈哈大笑”。

我们不能简单地照搬巴菲特的结论而放弃独立思考，那么，格雷厄姆公式究竟有什么不足呢？

从理论上来讲，折现现金流法（DCF）是最科学的股票估值方法，这个方法有一个优点：我们可以很轻松地知道按评估值买入股票的预期收益率——即在估值过程中使用的贴现率。我们可以使用相同的贴现率对股票进行估值，这样我们就可以期望以评估值买入的不同股票未来获得相同的收益率。如果我们根据某些风险因素（股价波动幅度、规模、财务杠杆等）对贴现率进行调整，我们其实是在期望未来获得相同的效用，或者说在不同的风险和收益间取得平衡。

格雷厄姆公式同样是一个评估股票绝对价值的公式，但是，由于它过于简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单，我们很难期望根据它的评估值买入不同的股票获得相同的收益率。

下面做一个简单的测算。我们假设有6只股票，基期每股收益均为1元，预计它们未来10年的年均增长率从0到40%不等，假设以格雷厄姆公式对它们的评估值买入这些股票并一直持有到10年后才卖出。10年后这些股票每股收益均不再增长，市盈率为10倍，即卖出价格为10年后每股收益的10倍。为方便起见，我们假设这中间每家公司的股票数量不发生任何变化（见表4-1）。

表4-1 对格雷厄姆公式的简单测算 （单位：元）

增长率(%)	估值	10年后每股收益	10年后股价	持有收益率(不考虑分红)(%)	持有收益率(假设每年净利润全部分红)(%)
0	8.50	1.00	10.00	1.64	12.74
5	18.50	1.63	16.29	-1.26	6.07
10	28.50	2.59	25.94	-0.94	5.20
20	48.50	6.19	61.92	2.47	7.70
30	68.50	13.79	137.86	7.24	12.13
40	88.50	28.93	289.25	12.57	17.32

从表4-1中的测算结果来看，如果我们同样是按格雷厄姆公式买入（增长率不同的）股票，获得的收益率差异极大。

与此同时，我们会发现如果按格雷厄姆公式确定的价格买入股票，即便上市公司未来的发展完全合乎预期，投资收益率也不是很高。那么，为什么会这样呢？我认为这是格雷厄姆对投资回报的期望不高所致。请看格雷厄姆在讲述这个公式时的一段话：

我们必须提出警告：对预期高成长的股票，如果我们假定其成长率确实可以实现，则该股票的评价势必偏低。事实上，假定某家企业将以至少8%的速度永无止境地成长，则其价值也将无限大，而且股价永远也不会偏高。

熟悉折现现金流法理论的读者知道，如果我们期望的收益率高于8%，那么即便某家企业以每年8%的速度永无止境地成长，其价值也是有限的。

问题是，那些痴迷成长股的成长型投资者们，又有几个期望的年收益率低于8%呢？

在表4-1中我们还惊讶地发现，按格雷厄姆公式确定的价格买入不增长的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票或者说价值股（8.5 倍市盈率，盈利稳定，我想是可以称为价值股了）是比买入成长股更好的选择。如果上市公司将其净利润全部发放现金红利，则买入价值股的收益率仅低于年增长 40% 的高成长股。但是，很显然，不增长的价值股更有可能实现我们的假设——将全部利润分红，而高成长股（即便是轻资产的高成长股）很难做到这一点。

更何况，10 年间年均增长 40% 又有几家上市公司能做到?

那么，为什么有的成长型投资者的投资收益率会很高呢?我想，一个可能的原因是——有时候，市场比他们后知后觉，对成长股价值的认识更不清楚。

仍以格雷厄姆公式为例，应用这个公式很容易踏入一个误区。例如，当某个投资者以 2010 年的每股收益为基础对 A 上市公司的股票进行估值时，他其实是在假设 A 公司 2011 ~2020 年将高速成长，换言之，高速增长截止于 2020 年。随后，当 2011 年业绩发布、A 公司果然按预期（甚至超预期）高速成长后，他很可能仍然按原先预计的成长率（甚至有可能按更高的成长率）和新的每股收益对其重新估值，这是在假设 A 公司 2021 年仍然高速成长。

问题是，树不可能长到天上去，企业成长的趋势并非可以无限延续。格雷厄姆对此有着清醒的认识，他在《证券分析》中的一段话我们当铭记在心：

自发的或正常的经济力量将削弱任何趋势无限延续的势头。竞争、管理规章、收益递减法则，等等，都是无限扩张力量的强大敌人；但是阻挡持续衰落趋势的一些因素的力量要弱得多。因此，分析家不能相信有利的趋势将一往无前，虽然这正是股票市场惯常的态度，而应该态度谨慎地展开分析，调查并确定导致优异表现的原因，同时权衡支撑着公司实力的具体因素和在持续增长道路上的主要障碍。

在这种情况下，只要成长型投资者比市场（或者说大多数投资者）更早地发现成长股的增长即将停止或减缓，就能够在股价仍处于高位时抛出，并因此获得超额收益率。不过，这属于赚后知后觉者的钱，而不是赚企业成长的钱。于是，先一步离场的成长型投资者高高兴地走了，而接棒的后知后觉者的结局却是可想而知的。这与我们上面假设的结果是不同的，在我们假设的情况下，后来以 10 倍市盈率买入不再增长股票的投资者仍然能够获得不错的收益。

由此来看，买入价值股可以更轻松地赚到确定性更强的钱，因此是更好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择。

格雷厄姆曾经利用他的公式反推市场对成长股的预期（未来 10 年增长率），我们对创业板股票做了同样的事情。具体做法是——选取 2011 年以前上市的创业板公司（共 153 只），以 2010 年每股收益和 2010 年 12 月 31 日收盘价计算市盈率。

我们的计算结果是——153 只创业板股票的平均市盈率为 71.69 倍，平均隐含增长率为 31.60%。人们对创业板上市公司的期望是如此之高，也就难怪创业板指数 2011 年上半年跌去 25.64% 了。格雷厄姆当年的推算结果中隐含年增长率最高者不过 32.4%，而万邦达（300055）隐含的增长率竟然高达 121.54%。

为了方便观察隐含增长率与 2011 年上半年股价涨幅的关系，我们将上述 153 家公司分为 10 组（其中第 10 组有 18 家公司，其余均为每组 15 家公司），取其平均数，相关数据见表 4-2。

表 4-2 创业板股票隐含的成长预期

平均数	市盈率	隐含增长率（%）	2011 年上半年涨幅（%）
第 1 组	124.01	57.75	-30.69
第 2 组	93.97	42.73	-32.43
第 3 组	84.80	38.15	-23.60
第 4 组	76.07	33.78	-26.44
第 5 组	69.49	30.49	-21.74
第 6 组	63.31	27.40	-25.89
第 7 组	59.29	25.40	-27.56
第 8 组	55.11	23.31	-22.37
第 9 组	51.63	21.56	-25.15
第 10 组	44.65	18.08	-19.84

由表 4-2 中的数据来看，尽管不能简单地说隐含增长率越高，2011 年上半年跌幅就越大，但跌幅超过 30% 的两组股票隐含增长率是最高的，而唯一跌幅小于 20% 的一组其隐含增长率是最低的。

如果一家公司的股价隐含增长率很高，而实际增长情况却不及预期，股价的表现也就可想而知了。从 2011 年上半年的情况来看，2010 年年末股价隐含增长率最高的 10 家创业板公司中，除东方财富（300059）外，归属于上市公司股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的净利润同比增长幅度均低于预期，有4家公司甚至出现了负增长（见表4-3）。

表4-3 部分创业板公司2011年上半年净利润增长与隐含增长率对比

证券代码	证券简称	市盈率	隐含增长率（%）	净利润增长（%）
300055.SZ	万邦达	251.58	121.54	19.24
300042.SZ	朗科科技	138.10	64.80	-14.87
300084.SZ	海默科技	135.28	63.39	7.58
300101.SZ	国腾电子	133.16	62.33	16.31
300044.SZ	赛为智能	119.69	55.59	0.15
300123.SZ	太阳鸟	115.56	53.53	34.79
300023.SZ	宝德股份	114.51	53.01	-12.64
300059.SZ	东方财富	111.70	51.60	56.24
300116.SZ	坚瑞消防	108.99	50.25	-43.10
300073.SZ	当升科技	107.03	49.27	-83.71

东方财富增长超预期股价反而下跌，这可能与其增长的质量有关。2011年上半年东方财富净利润增长超预期的一个重要原因是营业外收入增长了1.86倍，营业外收入占税前利润的比例达到17.11%。公司营业利润仅增长了40.10%，虽说不错，但低于预期。

谨慎看待企业中短期成长趋势

市场为什么会对成长股有着极高的预期呢？或许，是因为人们太看重企业短、中期的盈利增长情况了。然而，从对历史数据的分析来看，这样做的依据严重不足。

当我们看上市公司的财务报告时，会发现它们只提供与上一年度的比较即同比增长数据；当一家公司准备上市时，我们从其招股意向书中只能看到其前三年又一期的财务报表。也就是说，通常情况下，投资者关注的是企业中短期的情况或者说只能看到中短期的历史数据，但是，我们在对上市公司股票进行估值时，却又需要对其中长期的情况做出预测。

然而，根据我们对历史数据的分析，依据公司前3年的增长数据甚至不能准确预测未来3年的增长。我们选取了2008年以前IPO上市的A股公司作为研究对象，比较它们2007年归属于上市公司股东的净利润（以下简称净利润）的3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年平均增长率以及3年后（2010年）的3年平均增长率。我们剔除了2004年净利润为负数的公司，有效样本为1 341家。

需要说明的是，这里的3年平均增长率是几何平均数，如2007年的3年平均增长率＝(2007年净利润÷2004年净利润)$^{1/3}$－1。有的投资者用算术平均数来计算企业的年均增长率，这样做在某些情况下会得出荒谬的结果。

例如，A上市公司过去3年净利润分别增长100%、0和－50%，其几何平均数为0，即当年净利润与3年前相比其实并没有增长；但是其算术平均数却是16.67%，如果按这样的增长率去预计该公司未来7～10年的发展，无疑会高估其股票的价值。

1 341家2008年前上市的A股公司，2004、2007和2010年净利润合计数分别为4 459.59、9 131.35和13 779.71亿元，2007年的3年平均增长率为26.98%，2010年为14.70%，增速下降了12.28个百分点。显然，从整体情况来看，在3年平均增长率这个指标上，我们无法以历史数据来推断未来。

有趣的是，从平均数情况来看，事情似乎是可行的。2007年平均增长率的简单算术平均数为45.41%，2010年为44.25%，相当接近。

但是，有统计学知识的读者知道，简单算术平均数很容易受极端值的影响。

我们用下面的办法来解决问题——如果一家公司2010年的净利润3年平均增长率大于2007年的0.8倍且小于1.2倍，则我们认为可以用3年平均增长率的历史数据来推断未来，我们来看看符合这样条件的公司占总体的比例有多大。

结果很不好看，只有80家即5.97%的公司满足要求。

其实，我们的条件已经放得很宽。例如，如果一家上市公司前3年的平均增长率为30%，则后3年25%的增长率也被认为是合格的。然而，30%的增长率意味着3年后净利润将是现在的2.20倍，而25%则意味着1.95倍。如果时间放得更长些，30%的增长率意味着10年后净利润是现在的13.79倍，而25%仅意味着9.31倍。

我还发现，对2007年当年上市的公司来说，用这一年的净利润3年平均增长率来预测未来准确性更差，连简单算术平均数这一关都过不了——2007年平均数为42.87%，2010年仅为13.63%，年均增速下降了29.24个百分点（见表4-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-4 2007 年上市的 3 年平均增长率下滑最多的 10 家公司 （单位：亿元）

证券代码	证券简称	首发上市日期	净利润			3 年平均增长(2007)(%)	3 年平均增长(2010)(%)	年均增速增长百分点（%）
			2004	2007	2010			
002113.SZ	*ST 天润	2007 年 2 月 8 日	0.26	0.23	-3.41	-4	-345	-341
002107.SZ	沃华医药	2007 年 1 月 24 日	0.23	0.35	-0.98	15	-240	-256
002166.SZ	莱茵生物	2007 年 9 月 13 日	0.15	0.21	-0.25	11	-205	-216
002114.SZ	罗平锌电	2007 年 2 月 15 日	0.31	1.00	-0.16	48	-155	-203
002143.SZ	高金食品	2007 年 7 月 20 日	0.37	0.46	-0.22	7	-179	-186
002134.SZ	天津普林	2007 年 5 月 16 日	0.42	0.59	-0.19	12	-169	-181
601328.SH	交通银行	2007 年 5 月 15 日	11.98	205.13	390.42	158	24	-134
601628.SH	中国人寿	2007 年 1 月 9 日	29.19	281.16	336.26	113	6	-107
002198.SZ	嘉应制药	2007 年 12 月 18 日	0.03	0.24	0.25	107	1	-105
002137.SZ	实益达	2007 年 6 月 13 日	0.11	0.62	0.26	77	-25	-102

再来看一个上述 10 家公司外的典型案例。在 2007 年上市的公司中，金风科技（002202）名气相当大，然而其上市后净利润增速下滑的幅度也相当可观。2007 年的 3 年平均增长率为 146%，2010 年则仅为 54%，2011 年甚至同比出现大幅下降（见图 4-1）。

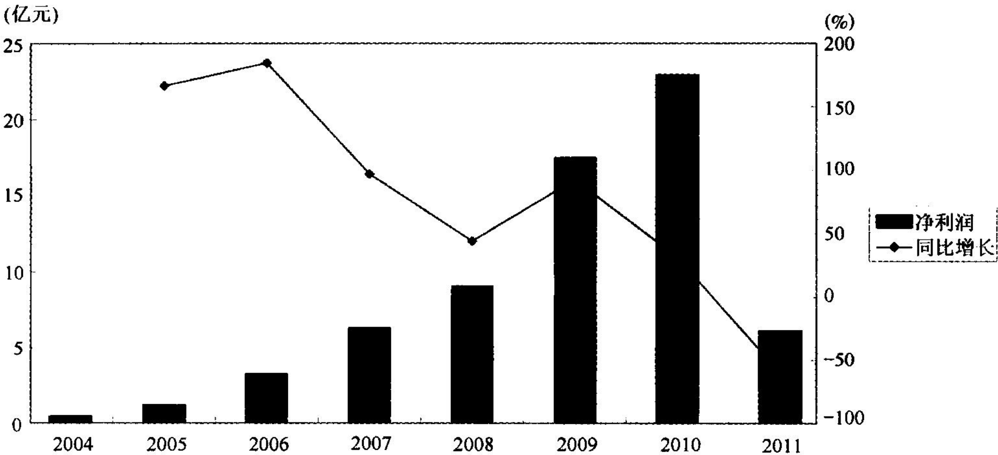


图 4-1 金风科技净利润及同比增幅

注：2011 年为前 3 季度数据。

金风科技刚上市时吸引了无数目光，股价最高达到 160 元，可谓风光无限。然而，当时就有分析师指出，金风科技股价过高，理由是其总市值与东方电气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(600875) 相近，而盈利水平则远逊之（见表4-5）。对这一观点，很多投资者不以为然。以下是一种观点：

这个市场哪有什么公平公正可言？中小板平均PE当时在90倍，130元的金风科技就算是2007年业绩在下限1.2元/股，PE也不到110倍。相对于其上市前五年，业绩连续年年大于100%增长，110倍PE，1倍PEG，其百元股价何罪之有？一个国家鼓励的新能源龙头企业仅比市场平均PE高不到20%，我们如果用同一尺度去判断衡量，那是相对低估而不是高估。

表4-5 金风科技和东方电气总市值和净利润 （单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值		净利润	
		2007年12月31日	2011年9月30日	2007年	2011年前3季度
002202. SZ	金风科技	702. 25	267. 84	6. 30	6. 15
600875. SH	东方电气	727. 13	450. 27	19. 90	22. 78

来看一下相关数据。我们很难在几年前预料到金风科技会落到如此地步，这只能说明以企业过去的高增长来预测其未来的发展风险极大，不由得我们加倍小心。

与此同时，也并非所有2007年上市的公司此后增速都下滑，有的公司2010年的3年平均增长率甚至远远超过了2007年（见表4-6）。

表4-6 2007年上市的3年平均增长率上升最多的10家公司 （单位：亿元）

证券代码	证券简称	首发上市日期	净利润			3年平均增长(2007)(%)	3年平均增长(2010)(%)	年均增速增长百分点(%)
			2004	2007	2010			
002124. SZ	天邦股份	2007年4月3日	0. 24	0. 22	0. 39	−3	21	23
002168. SZ	深圳惠程	2007年9月19日	0. 39	0. 38	0. 70	−1	22	23
002105. SZ	信隆实业	2007年1月12日	0. 35	0. 27	0. 43	−8	17	25
002144. SZ	宏达高科	2007年8月3日	0. 29	0. 21	0. 40	−10	24	34
002118. SZ	紫鑫药业	2007年3月2日	0. 29	0. 48	1. 73	18	53	36
002139. SZ	拓邦股份	2007年6月29日	0. 16	0. 21	0. 72	8	52	44
002126. SZ	银轮股份	2007年4月18日	0. 39	0. 36	1. 31	−3	54	57
002108. SZ	沧州明珠	2007年1月24日	0. 30	0. 23	1. 16	−8	71	79
601002. SH	晋亿实业	2007年1月26日	1. 94	0. 38	2. 31	−42	83	125
002125. SZ	湘潭电化	2007年4月3日	0. 23	0. 02	0. 26	−58	145	203

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与表4-4中的公司相比，表4-6中的公司最大的特征是2007年的3年平均增长率低得可怜——平均只有-11%，而表4-4中的公司是54%。然而，2010年的情况就颠倒过来了，表4-6中公司平均增长率为54%，表4-4中的公司仅为-129%。

2007年上市的公司中有7家银行，这样我们可以剔除行业不同造成的差异，来集中看一下有什么特点（见表4-7）。

表4-7　2007年上市的银行3年平均增长率变化　　（单位：亿元）

证券代码	证券简称	首发上市日期	净利润			3年平均增长(2007)(%)	3年平均增长(2010)(%)	年均增速增长百分点(%)
			2004	2007	2010			
601328.SH	交通银行	2007年5月15日	11.98	205.13	390.42	158	24	-134
601166.SH	兴业银行	2007年2月5日	17.66	85.86	185.21	69	29	-40
601009.SH	南京银行	2007年7月19日	2.18	9.09	23.11	61	36	-25
601998.SH	中信银行	2007年4月27日	24.50	82.90	215.09	50	37	-13
601169.SH	北京银行	2007年9月19日	13.84	33.48	68.03	34	27	-8
002142.SZ	宁波银行	2007年7月19日	4.38	9.51	23.22	29	35	5
601939.SH	建设银行	2007年9月25日	490.42	690.53	1 348.44	12	25	13

从表4-7可以发现，2007年的3年平均增长率越高，2010年时3年平均增长率就下滑得越多。在这里，按历史上的中短期增长率来预测未来简直就是南辕北辙。

人们往往认为强者恒强，因此对过去成长很快的企业也寄予了极高的预期，然而即使是最优秀的企业也不可能一直高速成长下去。巴菲特曾这样说：

在一个有限的世界里，高增长率必定导致自我毁灭。如果这种增长的基数小，那么在一段时间内这条铁律不一定奏效。但如果基数膨胀，那么聚会就将结束：高增长率最终会压扁它自己的支撑点。

卡尔·塞根生动地形容了这一现象，他说的是细菌繁殖，假设细菌每15分钟分裂一次繁殖后代。塞根说："这意味着每小时翻4番，每天翻96番。尽管一颗细菌的体重仅有大约1克的一万亿分之一，但经过一天疯狂的无性繁殖后，它们的后裔将像一座大山那样重……两天之内，它们就会比太阳还重——要不了多久，宇宙中的万物都将由细菌构成。"不必杞人忧天，塞根说，总有某种障碍会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阻止这种指数式的增长。“这种障碍可能是从食物中飞出的小虫，或是它们之间相互毒杀，或是它们羞于在大庭广众下繁殖。”

表4-7中的现象还让我想起了“均值回归”——指当一种现象较大幅度偏离其历史平均水平的时候，其以后的发展会向历史平均水平趋近。如果偏离高于历史平均水平，未来发展趋势是降低；如果偏离低于历史平均水平，未来趋势是升高。

姜国华先生在《财务报表分析与证券投资》一书中指出：

企业的盈利能力，即使排除掉了应计盈余、稳健性等影响因素，仍具有显著的均值回转特征。

企业盈利能力的均值回转特征很早以前就被经济学家注意到。1963年，诺贝尔经济学奖获得者乔治·施蒂格勒（George Stigler）就写道：“在经济学理论中，没有一个理论比这个理论更重要：在竞争环境中，各个行业的投资回报向一样的水平趋同。”

姜国华、岳衡、牛建军（2007）描述了我国上市公司盈利能力的均值回转特征……从图中我们可以看出，我国企业的盈利能力也存在显著的均值回转特征。

那么，一家上市公司未来几年会延续以往的高速成长趋势还是步入均值回归？这是一个不容易回答的问题，至少，我们难以简单地从过去几年的历史数据中得到答案。格雷厄姆早就深知这一点，他说：“证券分析无可避免地会涉及企业未来成长率的预测。读者不可误以为这类预测具有高可信度，也不可误以为未来的价格将随着预测的实现、超过或不足而相应起舞。”

此外，如果按历史数据对未来进行预测，格雷厄姆主张参考的历史数据要多一些，“我们还必须假定，该企业过去7年盈余的相对成长率，在未来7年将维持不变。”因此，我们对3年平均增长率这样的中短期成长趋势尤其要谨慎对待。

过去十年谁高速成长

我们对过去10年（2001～2010年）归属于上市公司股东的净利润（以下简称净利润）年均增长超过40%的上市公司作了分析。我们发现，在这些公司中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长型投资者偏爱的盈利能力始终极强的非周期性股票微乎其微。

根据我们的统计，过去 10 年共有 69 家上市公司净利润年均增长超过 40%，其中 24 家有过重大资产重组的经历，占 34.78%。

表 4-8 有资产重组经历的高成长股

证券代码	证券简称	年均增长(%)	行业	备注
600807.SH	天业股份	90.53	房地产	原名山东百货大楼（集团）股份有限公司，2006 年向山东天业房地产开发有限公司非公开发行股票 5 265.48 万股，用以收购其章丘水如意项目，转型为“房地产 + 商业”
000572.SZ	海马汽车	83.27	交运设备	原名海南金盘实业有限公司。2003 年，海口市中级人民法院裁决将海口市财政局持有的公司 8 323.96 万股国家股转让给海南海马有限公司，冲抵海口市财政局所欠海南海马有限公司债务。2006 年，向海南汽车发行 2.96 亿元普通股购买海南汽车的相关资产
600673.SH	东阳光铝	69.66	有色金属	原名成都量具刃具股份有限公司，2003 年重大资产置换及土地使用权转让方案经证监会审核通过，下半年转向亲水箔产品的生产和经营
000049.SZ	德赛电池	66.45	电子	原名深圳市万山实业股份有限公司，2004 年，惠州市德赛工业发展有限公司通过收购深圳市城市建设开发（集团）公司所持有的 61.52% 的股份，成为公司的控股股东
600873.SH	梅花集团	66.23	食品饮料	原名五洲明珠股份有限公司，2010 年 12 月完成了对梅花生物科技集团股份有限公司的吸收合并，主业从输配电设备制造变更为味精、氨基酸等生物发酵
000028.SZ	一致药业	64.86	医药生物	原名深圳市益力矿泉水股份有限公司，2001 年与大股东深圳市投资管理公司实施资产置换
000776.SZ	广发证券	63.61	金融服务	原名延边公路建设股份有限公司，2010 年实施定向回购股份暨换股吸收合并原广发证券
600886.SH	国投电力	55.65	公用事业	原名湖北兴化股份有限公司，2002 年国家开发投资公司通过受让中国石油化工股份有限公司持有的股权成为其控股股东，并与其进行重大资产置换
600546.SH	山煤国际	54.40	采掘	原名中油吉林化建工程股份有限公司，2009 年 9 月，向山煤集团发行 4.5 亿股股份购买相关资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

证券代码	证券简称	年均增长(%)	行业	备注
000951. SZ	中国重汽	53. 44	交运设备	原名山东小鸭电器股份有限公司，2003 年中国重型汽车集团有限公司收购前两名大股东股权，实施近乎 100% 重大资产置换
000667. SZ	名流置业	52. 43	房地产	原名云南华一投资集团股份有限公司，2002 年公司资产重组中置入北京名流未来置业有限公司资产
600658. SH	电子城	52. 05	房地产	原名北京兆维科技股份有限公司，2009 年，与北京和智达投资有限公司作重大资产置换
600837. SH	海通证券	49. 43	金融服务	原名上海市都市农商社股份有限公司，2007 年，将全部资产和负债出售给控股股东光明食品（集团）有限公司，同时吸收合并原海通证券
000638. SZ	万方地产	47. 17	房地产	原名中国辽宁国际合作（集团）股份有限公司，2008 年公司控股股东变更，股改获赠两项股权性资产，主营业务变更为房地产开发
000732. SZ	泰禾集团	46. 43	房地产	原名福建三农集团股份有限公司，2010 年向福建泰禾投资有限公司定向增发购买资产
000979. SZ	中弘股份	45. 59	房地产	原名安徽省科苑（集团）股份有限公司，2010 年向中弘卓业集团有限公司及建银国际投资咨询有限公司采用非公开发行股份方式购买资产
000829. SZ	天音控股	44. 44	商业贸易	原名江西赣南果业股份有限公司，2002 年，赣州市国资局等国有股股东将所持股份转让给中国新闻发展深圳公司。2003 年，购买深圳市天音通信发展有限公司 70% 股权
600683. SH	京投银泰	44. 36	房地产	原名宁波华联集团股份有限公司，2000 年，第一大股东宁波市国有资产管理局将所持股份转让给中国银泰投资有限公司
600208. SH	新湖中宝	42. 43	房地产	原名中宝戴梦得投资股份有限公司，2006 年，新湖集团股份有限公司受让原控股股东浙江恒兴力控股集团有限公司的全部股份
000685. SZ	中山公用	41. 64	公用事业	原名佛山市兴华集团股份有限公司，2000 年控股股东佛山市兴华集团有限公司将股权转让给中山公用事业集团有限公司
600869. SH	三普药业	41. 50	机械设备	2004 年，江苏远东集团有限公司购买公司控股股东青海投资控股有限公司持有的 3 594 万股，成为新的控股股东。2010 年，公司向远东集团发行 3. 07 亿股购买电缆业相关资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

证券代码	证券简称	年均增长(%)	行业	备注
600373. SH	中文传媒	40. 58	信息服务	原名江西鑫新实业股份有限公司，2010 年向江西省出版集团公司发行 3. 80 亿股购买相关资产
600551. SH	时代出版	40. 50	信息服务	原名科大创新股份有限公司，2008 年向安徽出版集团有限责任公司发行股份购买相关资产
600369. SH	西南证券	40. 05	金融服务	原名重庆长江水运股份有限公司，2009 年公司出售资产并吸收合并西南证券有限责任公司

在未经重组的 45 家公司中，周期性行业公司为 36 家，占高成长公司总数的 52. 17%（见表 4-9）。

表 4-9 周期性行业高成长公司

证券代码	证券简称	年均增长（%）	行业
600123. SH	兰花科创	66. 01	采掘
000514. SZ	渝开发	74. 31	房地产
000736. SZ	重庆实业	53. 24	房地产
000402. SZ	金融街	46. 13	房地产
000069. SZ	华侨城 A	42. 88	房地产
600383. SH	金地集团	41. 43	房地产
000708. SZ	大冶特钢	45. 01	黑色金属
000059. SZ	辽通化工	67. 78	化工
000861. SZ	海印股份	46. 60	化工
000818. SZ	ST 化工[⊖]	45. 34	化工
600309. SH	烟台万华	40. 85	化工
000528. SZ	柳工	105. 41	机械设备
600875. SH	东方电气	101. 72	机械设备
600765. SH	中航重机	88. 40	机械设备
600031. SH	三一重工	57. 46	机械设备
000157. SZ	中联重科	56. 61	机械设备
600806. SH	昆明机床	47. 84	机械设备
000680. SZ	山推股份	47. 60	机械设备
000425. SZ	徐工机械	44. 22	机械设备

⊖ 2012 年 3 月更名为“方大化工”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

证券代码	证券简称	年均增长（%）	行业
600406. SH	国电南瑞	42.89	机械设备
600582. SH	天地科技	42.85	机械设备
600815. SH	厦工股份	40.60	机械设备
000521. SZ	美菱电器	50.33	家用电器
600585. SH	海螺水泥	49.09	建筑建材
600801. SH	华新水泥	42.55	建筑建材
600115. SH	东方航空	74.90	交通运输
600650. SH	锦江投资	47.89	交通运输
600708. SH	海博股份	40.20	交通运输
600150. SH	中国船舶	50.06	交运设备
000550. SZ	江铃汽车	41.47	交运设备
600016. SH	民生银行	44.96	金融服务
600036. SH	招商银行	41.45	金融服务
600711. SH	盛屯矿业	42.88	信息设备
600547. SH	山东黄金	46.62	有色金属
600362. SH	江西铜业	46.38	有色金属
600489. SH	中金黄金	43.47	有色金属

于是，未经重组的非周期性行业高成长上市公司就只有9家，仅占总数的13.04%，且其中只有1家公司2000年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率超过6%（见表4-10）。

表4-10 未经重组的非周期性行业上市公司

证券代码	证券简称	年均增长	行业	扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率（%）	
				2000	2010
600755. SH	厦门国贸	62.34	商业贸易	5.34	5.64
000715. SZ	中兴商业	59.18	商业贸易	-0.45	6.09
600891. SH	秋林集团	46.28	商业贸易	-0.49	5.91
600822. SH	上海物贸	44.07	商业贸易	-4.97	5.63
600809. SH	山西汾酒	44.19	食品饮料	1.21	28.16
000929. SZ	兰州黄河	40.92	食品饮料	0.22	3.17
600216. SH	浙江医药	49.37	医药生物	2.12	35.29
000513. SZ	丽珠集团	44.72	医药生物	1.13	16.83
600518. SH	康美药业	40.10	医药生物	20.82	14.89

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从上面的数据来看，在过去10年高成长的绝大多数不是（一些成长型投资者偏爱的）盈利能力始终极强的非周期性行业的上市公司。至于为什么以年均增长40%以上作为高成长的条件，那是因为按格雷厄姆公式给出的评估价买入，只有这样的成长股才能给投资者带来超过价值股的回报。

竞争优势比成长性更重要

有些投资者非常注重企业的成长性，甚至认为“离开成长谈价值是无本之木”，我不赞同这样的观点。还记得我们前面引用的巴菲特的话吗？——“对管理经济表现的主要评价标准是对使用的权益资本实现高收益率（没有过高的财务杠杆、会计花招，等等），**而不是实现每股收益的持续增长。**”㊀

为什么会这样呢？我认为，这是因为企业如果能够持续保持高净资产收益率对股东来说就已经足够了。

假设某企业的净资产收益率（为了方便行文，以年初净资产计）为10%，年初净资产为1亿元，则当年利润为1 000万元，年末净资产就将增加到1.1亿元。这时，企业认为前景看好，赚的1 000万元利润全部用于未来发展，那么第二年的净利润就将达到1 100万元，即利润增长了10%。如果故事继续进行下去，则该企业第三年的净利润将达到1 210万元，仍然是增长10%……

如果企业前景不如预期，假设第二年净利润仍然为1 000万元，则其净资产收益率就将下滑至9.09%。或者，净利润只是略微增加了10万元到1 010万元，这时净资产收益率只有9.18%。换个角度说，企业追加投入的1 000万元资金年收益率为0或1%。如果这家企业的股东以巴菲特的风格管理下属企业，且他们要求的最低的净资产收益率为10%，那么他们会要求该企业将利润全部分配给股东，股东们会将这笔资金投向能够达到他们期望的回报率的地方，从而实现股东们的财富增长。

巴菲特认为：“成长性只有在适当的公司以有诱惑力的增值回报率进行投资的时候——换言之，只有当用来资助成长性的每一个美元可以产生超过一美元的

㊀ 摘自1979年巴菲特致股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期市场价格的时候——才能使投资者受益。至于要求增加资金的低回报率的公司，成长性会伤害投资者。”[一]说的就是上面的道理。需要注意的是，巴菲特强调是一美元的“长期市场价格”，意在排除市场无效的可能性。市场，尤其是A股市场，经常会过分追捧上市公司低回报率的增长，我认为理性的价值投资者对此要保持清醒的头脑。

有些投资者希望看到投资的公司盈利每年都在上升。但是，即便是说过“巴菲特所寻找的是那些每股收益连续10年或者10年以上都表现出持续上涨态势的公司”[二]的玛丽·巴菲特和戴维·克拉克所举的例子中那家公司1999年的每股收益也是下降的。

对于过分追求企业成长性的投资者，更应该看看查理·芒格在2005年伯克希尔股东大会上说的这段话：

(企业) 总部要求盈余必须均匀地上升的想法是很糟糕的。这不是邪恶的远亲，而是它的兄弟。在商界，盈余不可能总是均匀上升的。

芒格话中的主语是企业总部，但事实上若非投资者（股东）对企业施加了太大的增长压力，企业总部又何苦做恶人？从这个角度来说，过分追求成长性的投资者对上市公司的经营弊大于利。

更进一步，当企业由于某种正当的原因（收入或利润）没有增长甚至下降时，它们更应该得到投资者的掌声。我们来看一下伯克希尔旗下国家产险（NICO）的例子。巴菲特在2004年致股东的信中对这家公司大加赞扬，“我们可以这样说，当时要是我们没吃下这家公司，伯克希尔的价值可能不及现在的一半”。

保险业绩效不好的原因其实很简单，它们的产品——保单多属格式化且许多保险业者都提供相同的产品，有些甚至以合作社的方式经营（公司是由保户而非股东所拥有），所以利润空间相当有限。以至于大部分投保客户根本就不在乎保单是向谁购买的，大部分消费者或许会说“我要买吉列的刮胡刀”、“我要买可口可乐”，但绝对不会有人说“给我来份国家产险的保单”，也因此价格竞争在保险业可说是相当激烈，看看航空公司就知道是怎么回事了。

[一] 巴菲特致股东的信，1992年。
[二] 玛丽·巴菲特，戴维·克拉克．巴菲特教你读财报［M］．李凤，译．北京：中信出版社，2009．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以或许你会问，伯克希尔是如何摆脱产业普遍存在的劣势，同时拥有持续竞争优势的。我们从许多方面来克服这个问题，首先让我们来看看 NICO 的策略。

……

我们所做的是一般保险业者绝对无法复制的一种管理思维。请大家看一下年报首页[㊀]，大家肯定没有看过有公司可以忍受营收连续十多年（1986～1999 年）持续下滑的经营模式。我必须强调，那种大幅下滑并不是没有生意可做，事实上只要我们愿意降点价格，马上就会有几十亿美元的保单上门，但 NICO 宁可维持利润也不愿与同行随波逐流，我们从来不弃客户于不顾，是客户主动离开我们。

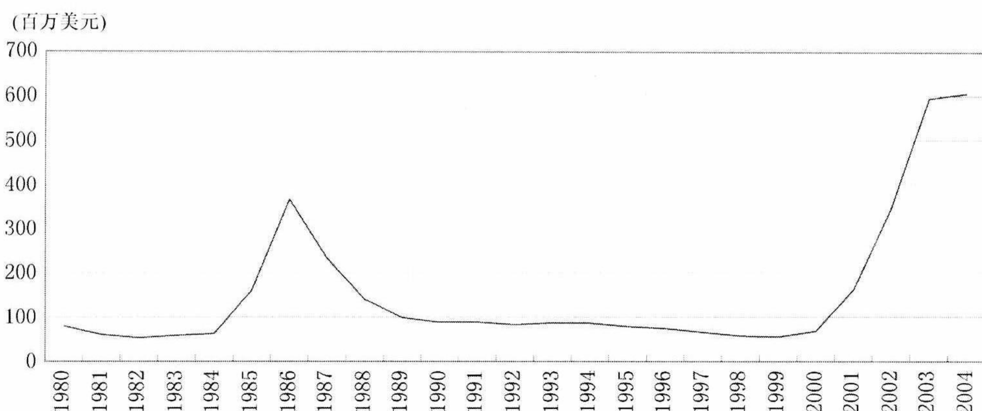


图 1 有纪律保险业者的成绩单（保费收入）

大部分美国企业都不愿看到营收大幅下滑，没有哪家公司的主管会愿意向股东报告去年的营收下滑，这会让人看起来束手无策。这种情况在保险公司尤其明显，因为继续签发保单的愚昧的后果可能要等上好长一段时间才会被发现，如果保险业者对于准备提拔过于乐观，那么账面盈余便可能高估，而隐含的损失可能要等好几个年头才会浮现（就是这种自欺欺人的伎俩让盖可[㊁]在 20 世纪 70 年代差点倒闭）。

……

㊀ 主要内容即图 1 所示。

㊁ 巴菲特旗下一家保险公司——政府员工保险公司，简称 GEICO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于目前的保费水准有下滑的趋势，所以 NICO 的业务很可能会再度大幅下滑，关于这点，查理[㊀]跟我百分之百支持它。

巴菲特在2008年致股东的信中阐述了他衡量所投资企业表现的标准，“第一项测试是企业的利润取得了怎样的改善，我们也会考虑具体的行业状况。第二项测试更为主观，它主要针对这些企业的‘护城河’在过去一年内是否有所扩大来做出判断”。由 NICO 的例子来看，其实巴菲特更看重第二项标准。在刚看到巴菲特对 NICO 的上述描述时，我心中无比震撼。巴菲特能容忍所投资的企业10多年的营收下滑，我们能做到吗？怕是很难。正因为如此，我们才需要向巴菲特学习。

类似 NICO 这样的例子在 A 股上市公司中很难找到，不过，万科的例子对我们有一定的借鉴意义。从图4-2中我们可以看到，万科近10年来归属于母公司所有者的净利润持续增长，但2008年是一个例外，净利润同比下降了16.74%。

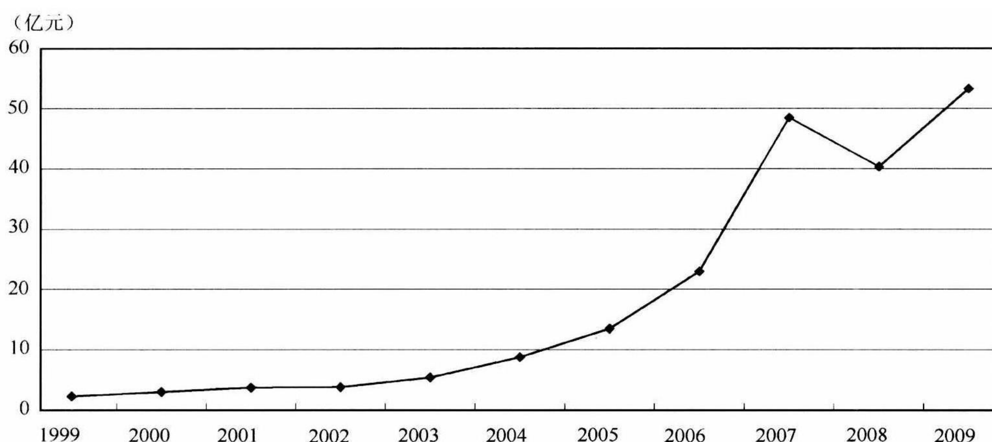


图4-2 万科归属于母公司所有者的净利润

但是，万科的总经理郁亮先生却认为2008年“救了万科”，他的原话如下：

万科2010年的爆发，是2008年种下的。2007年万科做到500多亿，我就感觉有很多问题。那时我谈要做主流，要快速周转，不能靠土地自然升值赚钱，但这个号召下面就有很多反对。一线公司觉得明明放一段时间房子就能更赚钱，为什么要快速卖掉？有业绩压力、有对手在追，管理层相对超脱的一个发展战略，也难以推进。

㊀ 查理·芒格，巴菲特的搭档，巴菲特信中提到的“查理”均指他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但2008年救了万科，帮助公司内部统一了思想。当时考虑围绕城市圈发展，做主流住宅，后来高铁时代提前到来，使得万科的策略更加快了；快速周转是同一个道理，万科不是毛利率最高的，我们要忘记土地的升值，只要赚房子的钱就够了，就像制造业，产品存一天是贬值的，要快速卖掉它。合理定价、坚持做主流住宅、快速周转、战略纵深去到二三线城市，今年发展良好的发展商都是这样，走高端路线的地产商今年表现较差。

如果没有2008年的危机，可能行业调整已经完成了，现在是没有完成的调控又回过头来搞。如果没有调控，我们坚持万科的发展策略很艰难，因为在顺境中求变革太难了，内部统一意见很困难，正因为有了2008年深刻的教训，才帮助了万科。地产业的周期差不多就是两年，两年后，我们看到，坚持自己的变革和策略成功了。万科及时转到坚持做主流住宅、快速周转、战略纵深的道路上来。

如果我们关注的上市公司在持续增加其竞争优势，但某一阶段业绩下降、股价狂跌，对价值投资者来说，这恐怕是再好不过的事情了。

张裕：整改是利好还是利空

2010年11月2日，张裕（000869）发布了一则《关于收到中国证监会山东证监局〈采取责令改正措施〉的公告》。公告当日，张裕股价不跌反涨，但随后两个交易日的表现不佳。由此来看，市场对整改公告的反应颇为矛盾。虽说公告披露的内容表明张裕过去几年隐藏了利润，但从公司治理以及业绩成长性的角度出发，我们更倾向于认为这应该看做利空。也就是说，这是个成长能力重于盈利能力的案例。

我们先来看一下发布公告当天及随后两个交易日张裕股价的具体表现（见表4-11）。11月2日，张裕股价的涨幅远远超过了沪深300指数和行业指数，但随后两个交易日却又跑输指数。由此来看，市场在当天似乎认为整改公告披露的内容是利好，但随后又发现更像是利空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4-11 张裕股价和相关指数涨幅比较 (%)

	11月2日	11月3日	11月4日	三日累计	后两日累计
张裕	1.77	-1.17	0.46	1.04	-0.72
沪深300指数	-0.28	-1.24	1.76	0.22	0.50
食品饮料行业指数（申万）	-0.45	0.34	1.58	1.47	1.93

市场为什么会有如此矛盾的表现呢？为了回答这一问题，需要对整改公告做一番全面、深入的研究。在此之前，我们不妨先看看分析师的观点。

公告当日，即有券商发布了题为《整改将加速利润释放，强烈建议买入》的研究报告，认为“张裕收到山东证监局整改意见，不影响公司实际运营和品牌。整改完后，公司利润可能出现大幅上升”。至于为什么利润会大幅上升，报告给出了具体的理由。

按照具体的条款论证，公司如果按此整改，将多增加不少利润。至少有三大块：

(1) 多计提广告费13 354万元，如果一次性确认的话，扣税将增加EPS0.19元；

(2) 关于收入延迟确认的问题，我们对此无法考证具体多少增加，但是可以明确，收入将增加；

(3) 商标使用费将大幅减少，如果按照2%缴纳部分完全不支出的话，将增加净利润接近2%，按照去年26.8%的净利率水平的话，将增加6%的净利润，也就是说如果按照我们预期的2010、2011年EPS2.72、3.45元为基数的话，那么极限假设不缴纳商标费用的话，则将分别达到2.88元、3.65元。当然，完全不缴纳短期应该是不太可能的，但是按照整改要求，应该可能出现不缴纳“爱斐堡”、“黄金冰谷”的商标使用费。

果真有分析师说的那么乐观么？其实未必。我们先来看一下公告中对多计提广告费的具体披露内容。

多预提广告费用。截至2009年12月31日，公司预提广告费余额为23 201.18万元。根据公司提供的资料，2009年年度公司已发生未付款广告费为9 847.06万元，另有375万元未使用广告费结转至2010年使用，导致公司2009年年度多计提广告费375万元。近几年公司一直存在多计提广告费的情形，截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年 12 月 31 日，公司逐年累计多计提广告费 13 354 万元，其中 2009 年多计提 375 万元，以前年度多计提 12 997 万元。该事项致使公司虚减 2009 年净利润 281.25 万元，以前年度净利润披露也不准确。

由上述披露来看，张裕此前一直在虚增广告费用从而隐瞒利润。问题是，累计多计提的 1.34 亿元广告费用能否一次性增加公司 2010 年的利润？我们认为这种可能性不大，这是因为根据企业会计准则，张裕的上述行为应该属于“前期差错”，应采用追溯重述法进行会计处理。准则的相关条文如下：

前期差错通常包括计算错误、应用会计政策错误、疏忽或曲解事实以及舞弊产生的影响以及存货、固定资产盘盈等。

企业应当采用追溯重述法更正重要的前期差错，但确定前期差错累积影响数不切实可行的除外。

追溯重述法，是指在发现前期差错时，视同该项前期差错从未发生过，从而对财务报表相关项目进行更正的方法。

企业应当在重要的前期差错发现当期的财务报表中，调整前期比较数据。

其实，就算会计准则没有相关的规定，张裕可以将多年累计多提的广告费全部用于增加 2010 年一年的利润，那也是与真实经营情况相悖的一种会计处理结果，投资者为什么要不顾事实为之疯狂呢！

接下来，我们看销售收入确认的问题。公告相关内容如下：

部分产品销售收入确认不符合收入确认原则。2009 年 6 月 30 日，公司存在部分库存商品已出库未确认收入、部分库存商品未出库已确认收入的情形，选取泉州、南京两仓库发货记录与账面进行核对统计，发现公司已出库未确认收入金额为 2 479 万元，产品未出库已确认收入金额 207 万元。公司未按照《企业会计准则第 14 号——收入》的相关规定对收入进行确认，导致公司 2009 年半年报披露的销售收入少计 2 272 万元。

公司控股子公司宁夏张裕葡萄种植有限公司（以下简称宁夏种植公司）将 2008 年销售葡萄收入 142.99 万元计入 2009 年，将 2009 年销售葡萄收入 362.78 万元计入 2010 年，该公司未按照《企业会计准则第 14 号——收入》的相关规定对收入进行确认，导致公司 2009 年少计销售收入 219.79 万元，2010 年半年报多计销售收入 362.78 万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由上述陈述来看，张裕同时存在收入延迟确认和提前确认两种情况，因此，我们很难说公司是有意通过延迟确认收入的手段来隐瞒利润，能够确定的只是公司的会计工作存在较大缺陷，如公司披露的另外一段内容所示，公司还存在少提折旧（从而虚增了利润）的行为。

部分在建工程未及时转入固定资产。截至2009年9月30日，公司控股子公司张裕（宁夏）葡萄酿酒有限公司的车间、办公楼等项目的“在建工程”金额为7 035.82万元，上述工程已达到预定可使用状态，公司未及时转入固定资产核算并计提折旧。截至2010年6月30日，北京酒庄的欧洲小镇项目“在建工程”余额为1 633万元，该项目已完工使用，公司未转固定资产核算。上述核算不符合《企业会计准则第4号——固定资产》的相关规定。

至于商标使用费，其实连分析师本人也不是很乐观。此外，如果考虑企业所得税因素，以25%的税率计，即使张裕完全不向集团缴纳商标使用费，按我们的计算也不过是增加5.59%的归属于上市公司股东的净利润（见表4-12）。

基于上述分析，我们对整改后张裕业绩大幅提升并不抱有过高的期望。

尽管整改后投资者可能对张裕的业绩有一个更好的预期，但这能否对股价形成正面影响则不能确定。公告前一个交易日（11月1日），张裕的收盘价为104.90元，以2009年每股收益2.14元计，其市盈率高达49.02倍。如此高的市盈率，只能说明市场对张裕未来的成长性寄予了很高的期望。换言之，张裕的股价主要是靠成长性支撑的。

在过去几年，张裕的成长性确实不错。但是，从表4-12中我们可以看到，2009年的增速已有放缓的迹象，2010年前3季度，公司归属于上市公司股东的净利润（以下简称净利润）更是只增长了22.57%，既低于往年的增速，又低于分析师们的预期。如果只看第3季度的数据，则净利润同比更是只增长了9.86%。

表4-12 张裕2005~2009年营业收入和归属于上市公司股东的净利润

（单位：万元）

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入	180 438	216 727	273 017	345 344	419 940
净利润	31 237	39 452	63 563	89 462	112 733

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入增幅（%）		20.11	25.97	26.49	21.60
净利润增幅（%）		26.30	61.11	40.75	26.01

对此，有分析师认为，“收入增速回落一方面与2009年3季度的高基数有关，另一方面公司下半年对经济形势并不乐观，3季度业绩有所保留”。类似的话，这位分析师在对张裕上半年业绩进行点评时就已经说过。

现在的问题是，从整改公告来看，张裕一直在进行盈余管理，于是问题的关键就变成了什么时候利润隐藏得多一些，什么时候隐藏得少一些了。

从广告费的计提入手进行分析，那么很有可能是以前年度张裕隐藏了更多的利润，而2009年开始隐藏的利润大幅减少——山东证监局的认定是，“截至2009年12月31日，公司逐年累计多计提广告费13 354万元，其中2009年多计提375万元，以前年度多计提12 997万元”。值得注意的是，2009年多计提的375万元只占累计多计提13 354万元的2.81%。

为了验证证监局的认定，我们观察了张裕近年来“其他应付款”中“应付广告费”的情况（见表4-13）。

表4-13 张裕应付广告费之1 （单位：万元）

	12月31日				
	2005	2006	2007	2008	2009
应付广告费	5 824	7 973	8 627	13 894	23 201
预提增加额		2 149	654	5 267	9 307

如果仅从表4-13中的数据来看，倒好像张裕2009年隐藏的利润更多些，不过，如果再观察下一组半年报的数据，则很有可能证监局的认定无误——2008年6月30日，张裕应付广告费就曾经达到了2.21亿元，而2009年年末也不过2.32亿元。而且，2010年上半年公司预提的广告费并没有增加多少（见表4-14）。

表4-14 张裕应付广告费之2 （单位：万元）

	6月30日		
	2008	2009	2010
应付广告费	22 127	15 747	24 864
预提比年初增加额	13 500	1 853	1 663

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按这样数据，虽说张裕真实的利润比我们现在看到的报表数要高，但成长性却要差一些，换言之，张裕成长速度的放缓超过表象。如此，则分析师们对公司未来成长的预期恐怕就显得过于乐观了。按年报数据，张裕2009年净利润增长26.01%，Wind资讯的数据则显示，分析师们的预期为2010年净利润增长26.89%，2011年和2012年分别增长24.55%、25.10%；那位认为张裕2010年前3季度保留业绩的分析师的预期就更乐观些——2010年、2011年和2012年的净利润增长分别为28.6%、27.5%和27.5%。这样看来，张裕未来几年业绩有可能达不到分析师的普遍预期。

仅以预提广告费的多少来衡量张裕隐藏利润的力度并不全面，只是我们没有更好的办法。不过，话又说回来，为什么上市公司要让投资者去猜它的真实业绩呢？即使真的如分析师所想，张裕在今年也通过某种手段“业绩有所保留”，却只是因为“下半年对经济形势并不乐观”，那不也意味着张裕这家投资者更愿意在经济低迷期持有其股票的消费类企业，其业绩平稳增长的现象在某种程度上并不真实？无论如何，操纵盈利对投资者是一种欺骗行为，不值得提倡。

在张裕整改公告暴露出来的问题中，（从媒体报道和研究报告来看）进口原酒的事情几乎无人重视，证监局也只是从关联交易披露的角度提出了问题。

另外，根据烟台海关资料，2009年年度公司累计通过张裕集团进口原酒金额为489.09万美元，构成关联交易，公司对此项关联交易未在定期报告和临时公告中披露。

我倒是认为，这个问题值得重视。张裕之所以不披露此事，未必是因为它的关联交易性质。据中国葡萄酒信息网2009年10月的一篇报道[⊖]，我们可以知道对葡萄酒企业尤其是对张裕这样的大企业来说，进口原酒并不是一件光彩的事情。

“许多企业进口原酒，一方面是利益驱动，另一方面也是不得已而为之。”许大洲（蓬莱市葡萄与葡萄酒局企业科科长）分析说，“现在原酒进口税是17%，相比以前的40%已经大幅降低，进口原酒可以较大地降低生产成本。而对

⊖ http://www.winechina.com/html/2009/10/20091023561.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些中小企业来说，由于生产工艺的制约，利用进口原酒勾兑，可以提高产品品质。在短时间不能提高生产工艺的情况下，他们也只能这么做。”

陈守生（烟台市食品工业协会副秘书长）在肯定了市场竞争对鞭策企业的积极作用的同时，更多表示了对大量进口葡萄原酒的担忧，因为这对国内葡萄种植业有一定冲击，对葡萄酒工业的差异化发展有较大影响，也不利于葡萄酒品质的提升。

“一个葡萄酒企业只靠进口原酒是做不出有特色的葡萄酒来的。”陈守生认为，面对外来激烈的竞争，烟台的企业如果不强筋健骨，从原料基地、产品差异化、产品结构等一系列问题入手，这种态势对烟台的葡萄酒产业发展的影响有可能是致命的。

根据许大洲的观点作进一步分析，张裕进口原酒的目的不应该是提高产品品质（我们应该相信“百年张裕”的产品品质），而应该是为了“较大地降低生产成本”。如果是这样，则张裕2009年进口的这些原酒也应该为公司业绩做出了一定贡献，但进口原酒的行为又实在是不应该鼓励的，对投资者而言这也是个两难的问题吧？我们还能期望进口原酒在未来为张裕贡献更多的利润吗？

如果不进口原酒，则张裕需要加强原料基地的建设，这是能够增强公司持续竞争优势的事情，其实公司已经在做了。只是从年报数据来看，张裕目前所拥有的葡萄树还并不多——2009年年底其生物资产（张裕的生物资产均为葡萄树）只有3 972万元。此前，不断有分析人士质疑张裕对生物资产的折旧政策不够稳健，但是，与张裕每年以亿元、10亿元计的净利润相比，几千万元的生物资产多提或少提一些折旧的影响可以说是微不足道。不过，我们希望在不久的将来，生物资产的折旧年限会成为张裕一个值得关注的问题。

财务分析与短期盈利预测（1）

上一节写于2010年11月，此后张裕的股价除当月跑赢了沪深300指数外，自2010年12月起连续4个月跑输指数。这似乎验证了我的观点——张裕的股价由高成长性支撑，一旦成长不及预期，股价就不会有好的表现。然而，自2011年4月起，张裕的股价又连续8个月跑赢指数（见图4-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

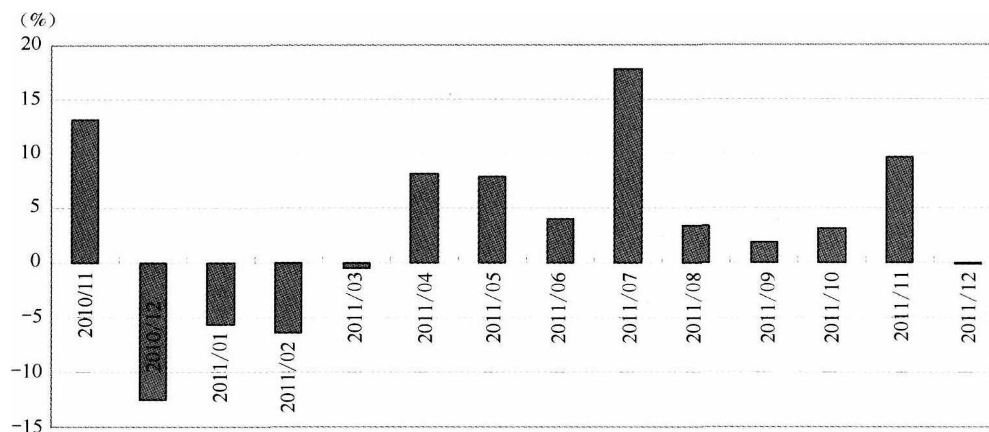


图 4-3 张裕股票相对沪深 300 指数的超额收益率

2011 年 4 月 9 日，张裕公布了 2010 年年度报告。25 日，公布了 2011 年第 1 季度报告。从报告内容来看，2010 年第 4 季度和 2011 年第 1 季度的经营业绩同比增长情况比 2010 年第 3 季度要好得多。这或许是公司股价后来开始表现良好的根本原因（见表 4-15）。

表 4-15 张裕季度间经营业绩同比增长情况 （单位：亿元）

	2010 年第 3 季度	2010 年第 4 季度	2011 年第 1 季度	2011 年第 2 季度	2011 年第 3 季度
营业收入	10.89	14.12	20.90	10.00	13.24
归属于上市公司股东的净利润	2.99	5.43	5.63	3.14	3.87
营业收入同比增长（%）	11.01	13.05	31.86	11.48	21.58
净利润同比增长（%）	9.93	35.75	48.94	50.96	29.43

张裕 2011 年第 2 季度的数据看上去有些怪异——归属于上市公司的净利润（以下简称净利润）增幅远超营业收入增幅，而之所以会这样，一个重要原因是毛利率从 74.36% 提高到了 79.40%。从图 4-4 我们可以看到，张裕的毛利率呈现出一种上涨的趋势。

由此来看，从 2010 年第 4 季度开始，张裕的经营情况在向好的方向转变。2010 年，公司的净利润同比增长了 27.22%，增幅超过 2009 年 1.21 个百分点，也略超出分析师们的预期（26.89%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

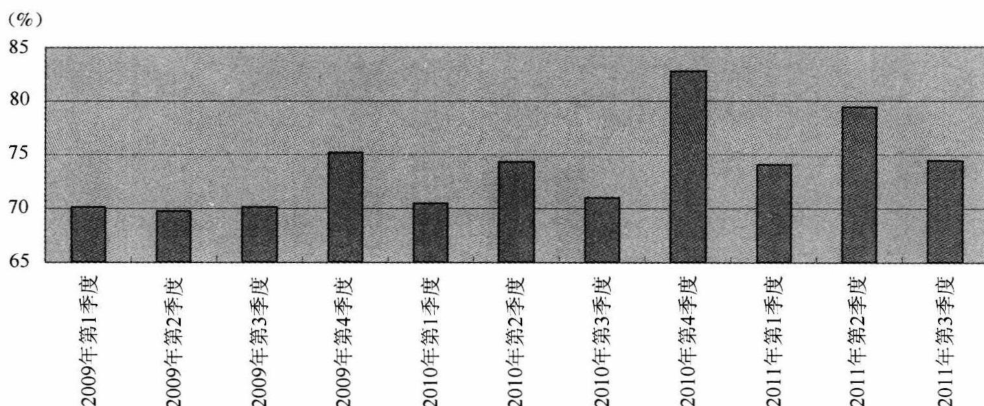


图 4-4 张裕单季毛利率

于是，分析师们更看好张裕了。据 Wind 资讯的数据，2011 年年末，分析师们预计张裕 2011 年、2012 年净利润分别增长 35.16% 和 27.93%，而 1 年前是 24.55% 和 25.10%（参照上一节）。

值得注意的是，张裕并没有根据山东证监局的意见将多提的广告费作为会计差错处理。2010 年年末，张裕的应付广告费由上年年末的 2.32 亿元降至 1.90 亿元，但 2011 年 6 月 30 日又上升至 2.92 亿元。换言之，张裕 2010 年第 3 季度以后的业绩很可能没有什么水分。

我甚至怀疑 2010 年年末张裕应付广告费下降也未必是在消化以前年度多提的广告费。在 2009 年年报中，张裕曾披露了这样的计划——“2010 年，公司计划实现营业收入不低于 48 亿元，计划将主营业务成本及三项期间费用控制在 25 亿元以下”。2010 年年报中相关数据如下：营业成本 12.58 亿元，销售费用 13.38 亿元，管理费用 2.18 亿元，财务费用 -0.29 亿元，仅营业成本和销售费用已经达到了 25.96 亿元。虽说张裕 2010 年营业收入为 49.83 亿元，超出计划 1.83 亿元，但营业成本和三项费用合计 27.85 亿元，超出计划达 2.85 亿元。

在上一节我曾说，“基于以上分析，我们对整改后张裕业绩大幅提升并不抱有过高的期望”。时至今日，我不得不承认，张裕的业绩超出了我的期望。

不过，从分析师对张裕盈利预测的变化情况来看，他们也是在张裕公布了定期报告后逐步提高了预测。换言之，张裕的业绩也应该超出了他们当初的期望（见图 4-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

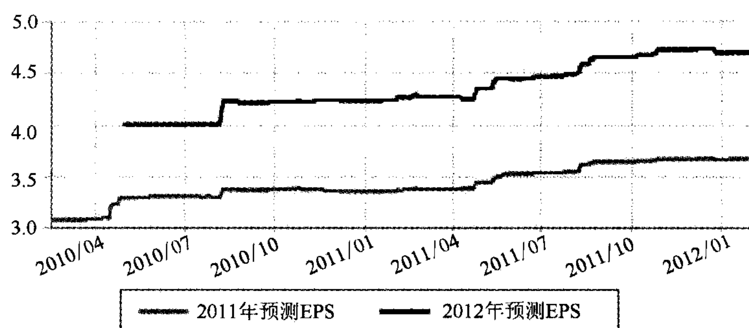


图 4-5 分析师对张裕的盈利预测

在 2011 年 8 月举办的一场张裕的中期业绩电话会议上，有投资者问：“去年下半年收入增速处于比较低的水平，但今年上半年就恢复到 24%，是否有销售体制调整的影响？现在销售体制是否稳定？下半年稳定的趋势是否能持续？多长时间会进行一次销售体制的调整？”

公司证券事务代表李延国先生回答：“增速的恢复很大的程度上是由于销售体制的调整，调整会先影响市场，现在销售体制已经很稳定了。销售体制一般 3～5年调整一次。”

如果上述回答属实，则可以肯定我们只看年报确实无法预测到张裕 2011 年收入增长提速。张裕 2010 年年报中披露的数据是营业收入同比增长 18.66%，原因是“系报告期公司产品需求旺盛，产品销售收入增加所致”——根本没有提及销售体制调整的事情。

由此来看，仅仅根据年报信息对上市公司的业绩作短期预期并不容易。不过，即便是我们事先知道张裕将在 2010 年调整销售体制，也未必能够准确地估算出这一事件对公司业绩的影响。2011 年年末，媒体上关于美的集团裁员的报道铺天盖地，根据这些报道，美的集团裁员是因为销售体系从合资销售公司制重新回到代理制。试问，又有多少人能在美的集团当初实行销售分公司制时预测到这个结果呢？

类似张裕这样短期业绩超预期增长，很可能是保守的价值投资者抓不住的买入机会，但我认为并不值得惋惜。换言之，我依然认为，控制风险比抓住机会更重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务分析与短期盈利预测（2）

企业在生产经营过程中可能发生意外，用时髦的话说，黑天鹅会出现；此外，企业还有可能中途改变经营策略。诸如此类的事情会导致上市公司的盈利超出或逊于市场普遍预期。当上市公司发出预警或预喜公告时，由于年报没有公布，投资者无法看到详细的数据，有时候我们根据过去的数据会对公告内容有不同的观点，但按我的经验还是最好持谨慎的态度。

以华兰生物（002007）为例，2011 年 8 月 16 日，公司发布半年报，对该年 1～9 月的业绩做出了预计——预计归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降幅度为 30%～50%，原因如下：

2010 年 1～9 月，公司甲型 H1N1 流感疫苗营业收入 24 233.49 万元，2011 年 1～6 月公司甲型 H1N1 流感疫苗营业收入 1 172.13 万元，公司剩余国家收储的 714 万剂甲型 H1N1 流感疫苗无法预计何时收到货款，不考虑剩余 714 万剂甲型 H1N1 流感疫苗在 2011 年 3 季度确认收入的情况下，甲型 H1N1 流感疫苗营业收入同比将下降 95.16%，因此预计公司 2011 年 1～9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降 30%～50%。

在看到华兰生物上述盈利预测时，我的第一感觉是这个说法有问题。2011 年上半年，华兰生物归属于上市公司股东的净利润（以下简称净利润）同比下降了 29.67%，主要原因就是甲型 H1N1 流感疫苗收入同比大幅下降，怎么 3 季度问题还更严重了呢？于是我将相关数据整理了一下（见表 4-16）。

表 4-16 华兰生物各业务营业收入 （单位：亿元）

	2010 年上半年	2010 年下半年	2011 年上半年
血液制品	3.43	4.07	4.17
疫苗制品	2.72	2.40	0.53
其中：甲流疫苗	2.42	0.67	0.12
非甲流疫苗	0.30	1.73	0.41
合计	6.15	6.47	4.70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华兰生物2010年下半年甲流疫苗的收入只有0.67亿元，比上半年少了很多，于是我得出结论——如果没有特殊情况，第3季度公司净利润下降的幅度应该比上半年有所缓和。

然而，事情的发展出乎我的意料。2011年10月21日，华兰生物2011年第3季度报告公布，前3季度净利润同比下降35.09%，在公司预告的范围之内，其中第3季度的净利润同比下降45.24%，降幅远超上半年。

为什么会这样呢？尽管第3季度华兰生物的营业收入和毛利率同比仍然下降，但毛利同比只下降了24.62%，问题出在了销售费用和管理费用上，特别是销售费用。华兰生物2010年全年的销售费用也不过2 126万元，而2011年第3季度一个季度居然就达到了3 232万元。如果华兰生物2011年第3季度的销售费用和管理费用保持在与上年相同的水平上，则营业利润将只下降25.53%（见表4-17）。

表4-17 华兰生物2010年、2011年第3季度部分经营指标（单位：万元）

	2010年第3季度	2011年第3季度	同比增长（%）
营业收入	34 760	26 860	-22.73
营业成本	9 037	7 469	-17.35
毛利	25 723	19 391	-24.62
营业税金及附加	108	423	291.67
销售费用	**530**	**3 232**	**509.81**
管理费用	**3 136**	**5 165**	**64.70**
财务费用	-255	-678	165.88
资产减值损失	1 115	298	-73.27
投资收益		21	
营业利润	21 089	10 973	-47.97

下面我们进一步分析管理费用和销售费用。华兰生物2011年前3季度管理费用为1.03亿元，比上年同期增长13.36%。因此，第3季度管理费用较高与上半年该项费用较低有关，事实上，上半年公司管理费用同比还下降了13.62%。

而即使是整个前3季度，华兰生物的销售费用也增长了194.21%，因此3季报中对销售费用增加特意作了解释——主要原因系销售人员薪酬、会务费、市场推广等费用增加所致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此可见，华兰生物半年报中的业绩预计说对了结果，却没有说对原因。如果当时我们根据财务分析的结果认为公司的悲观预计理由不充分，期望公司3季报的业绩会超出预期，从而买入其股票期望短期获利，那无疑会感到深深的失望。

事实上，即便是在结果已经出来的财务报告中，也有些上市公司对财务指标的变动分析不对原因。例如，水井坊（600779）2010年第1季度报告对经营活动产生的现金流量净额的解释。

2010年第1季度，水井坊经营活动产生的现金流量净额仅为48万元，而上年同期为6 226万元，同比下降了99.24%。对此，公司方面的解释是——主要原因系上年同期收到全兴·蓉上坊项目商品房预收款，本期无此收入所致。

我认为这解释很恐怖，作为一家白酒企业，难道没有了房地产预收款，其经营活动现金流就真的会如此可怜吗？果真如此，这家公司恐怕也就没什么投资价值了。所幸，并非如此。

我们来看一下水井坊经营活动现金流的具体情况。显然，水井坊1季度经营现金流不佳的主要原因并非现金流入太少，而是流出太多（见表4-18）。

表4-18 水井坊1季度经营活动现金流 （单位：万元）

	2010	2009	同比增长（%）
销售商品、提供劳务收到的现金	42 363	40 804	3.82
收到的其他与经营活动有关的现金	2 174	891	144.00
经营活动现金流入小计	**44 537**	**41 695**	**6.82**
购买商品、接受劳务支付的现金	15 734	10 672	47.43
支付给职工以及为职工支付的现金	3 725	2 587	43.99
支付的各项税费	19 334	16 751	15.42
支付的其他与经营活动有关的现金	5 697	5 459	4.36
经营活动现金流出小计	**44 490**	**35 469**	**25.43**
经营活动产生的现金流量净额	48	6 226	-99.23

进一步分析，现金流出多的主要原因是购买商品、接受劳务支付的现金增长，这可以有合理的解释。我们发现，水井坊1季度末的应付账款比年初减少了3 807万元，存货也有所增加。考虑到1季度水井坊投资、筹资活动的现金流都好于去年同期，这不是什么大不了的事儿。综合来看，公司的现金及现金等价物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增加情况比去年同期要好得太多（见表4-19）。

表4-19 水井坊1季度现金流简况 （单位：万元）

	2010	2009
经营活动产生的现金流量净额	48	6 226
投资活动产生的现金流量净额	3 533	-4 716
筹资活动产生的现金流量净额	-431	-1 476
现金及现金等价物净增加额	3 150	33

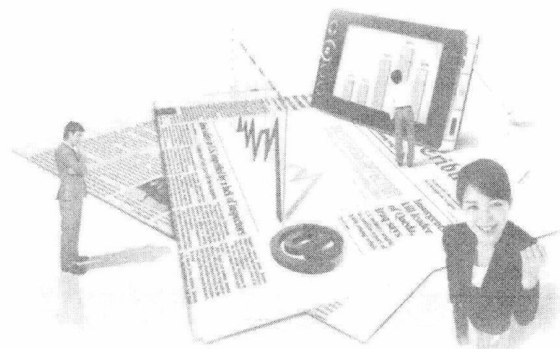
在这个案例中，正确地揭示经营现金流不佳的原因并不是什么难事，而解释错误的后果则是可能会有部分投资者错误地估计公司主营业务产生现金流的能力，继而低估公司的价值。但是，这样的错误毕竟是发生了，而作为投资者，我们必须接受并努力来适应现实。

其实，近来对华兰生物股价影响最大的事件既不是甲流疫苗销售下降，也不是销售费用增加，而是2011年7月贵州省卫生厅下发通知——华兰生物在贵州的惠水、罗甸、瓮安、长顺和龙里5家单采血浆站不在贵州省设置规划范围内，8月1日起将停止采浆。这一事件被市场认为是2011年最黑的几只天鹅之一。根据我的经验，上市公司招股说明书上提示的风险有很多都有“少年不识愁滋味，为赋新词强说愁”之嫌，然而即使这样，华兰生物2004年IPO时的招股说明书中也没有想到会发生这样的事情，那里的相关风险提示如下：

本公司产品所需主要原材料为健康人血浆，目前定点的16个采浆站分布在贵州省、广西壮族自治区。随着公司生产能力的扩大与募股资金投资项目的陆续完成，本公司将增加对健康人血浆的需求量，若上述地区发生人血浆不符合质量要求的情况，或公司定点的单采浆站违反国家有关规定而受到处罚，均有可能造成健康人血浆供应不足的风险。

华兰生物这家公司使我对预测上市公司的短期业绩彻底丧失了信心。不过，我并没有因此失去对投资的信心，这是因为我认为价值投资看重的是企业的长期竞争优势，我们不需要像短期投资者那样高度关注上市公司的短期业绩，也不会像高价买入成长股的投资者那样一旦所投资的公司短期成长势头受挫就有可能遭受惨重的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 5 章

营运能力分析

应收账款不能只算周转率

传统的教科书使用应收账款周转率来分析企业的营运能力，不过，鉴于上市公司的年报披露的应收账款的信息内容相当丰富，投资者在分析时大可不局限于应收账款周转率这一项指标。

下面，我们以荣信股份（002123）为例阐述如何分析上市公司的应收账款。荣信股份的应收账款周转率近年来逐年走低（2006 年、2007 年、2008 年分别为 2.86、2.44 和 2.17），而公司方面的解释令人起疑，下面这段话摘自 2008 年年报：

报告期公司应收账款比期初增加 84.99%，是由于销售收入增加所致。公司客户一般为国有大型企业，实行严格的内部审批制度，由于客户内部决策原因，造成付款延迟的现象较为普遍，不能严格按合同规定时间付款，90% 的货款回款期通常需要 6～12 个月，还有 10% 的货款作为质保，要一年以后才能收回，致使公司应收账款随着销售规模的扩大而逐年增加。

本行业客户一般为大型企业，信誉好，支付能力有保证。公司产品售出后要为客户提供软件升级、维护等售后服务，客户为享受优质的售后服务，保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设备持续稳定运行，主观上也不愿意拖欠货款，另外公司的应收账款向投保了中国出口信用保险公司辽宁分公司，公司可以根据需要通过融信达业务将应收账款收回，且这种方式是无追索权的，进一步降低了应收账款回收的风险，所以公司应收账款可回收性强。

其实，仅从上述内容就可以知道，荣信股份应收账款增加的原因不完全是销售收入增加，还因为客户延迟付款了。那么，客户延迟付款只是因为内部决策原因吗？当然也不是的，在2009年半年报中，荣信股份终于承认“受宏观经济不利影响，公司下游客户销售回款期延长”。事实上，荣信股份所在的电气自控设备行业有不少企业应收账款周转率偏低，最低的奥特迅（002227）2008年周转率只有1.37次，而宏观经济受金融危机影响也是路人皆知的事实，荣信股份大可不必遮遮掩掩。

既然如此，荣信股份年报中花大量篇幅来解释应收账款的增加就似乎有些过虑了。其实，如果客户确实信誉好，支付能力有保证，且售后服务对客户很重要，公司大可不必再去投保。

分析一下荣信股份的应收账款的细节可以发现，这家公司的货款回收情况并不乐观（见表5-1）。我喜欢观察上市公司不同账龄的应收账款在一年（或几年）后的回收率。

表5-1 荣信股份2007年年末应收账款回收情况 （单位：万元）

账龄	12月31日		2007年年末应收账款1年后收回的比例（%）
	2007	2008	
1年以内	17 953	25 940	58.90
1～2年	2 808	7 379	26.03
2～3年	298	2 077	-0.23
3年以上	588	888	

表5-1中的收回情况是这样计算的：荣信股份2007年年末账龄1年以内的应收账款，1年后没有收回的金额为2008年末账龄为1～2年的余额，那么收回的部分就可以算出来，(17 953 − 7 379)/17 953 = 58.90%；以此类推。

从表5-1的数据来看，荣信股份账龄1～2年的应收账款1年后的回收情况很不理想。按前面公司所解释的情况，账龄在1年以上的应收账款应该多为质保金，而质保金的回收率低显然难以用客户资金紧张来解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与之相比，奥特迅的应收账款周转率较低，但回收情况却较好（见表5-2）。

表5-2 奥特迅2007年年末应收账款回收情况 （单位：万元）

账龄	12月31日		2007年年末应收账款1年后收回的比例（%）
	2007	2008	
1年以内	10 030	11 945	82.94
1～2年	1 321	1 711	74.11
2～3年	486	342	55.13
3年以上	314	359	

其实，奥特迅应收账款周转率低情有可原。2008年，这家公司的营业收入同比下降了9.92%（计算周转率的分子小），且4季度的收入占全年的比重高达40.77%（很多应收账款账龄短）。

荣信股份2008年的经营似乎并未受金融危机影响，营业收入同比猛增了58.69%，这显然有助于改善应收账款周转率指标。

然而，如果我们能够确定两家公司报表都真实，那么周转率低的奥特迅其应收账款质量反倒更令人放心。

为了增加销售，荣信股份2008年还采用了分期收款的销售方式，这使得有部分货款计入“长期应收款”，2008年年末其金额为3 103万元。因此，如果我们要准确地评价一家公司的营运能力，其实不应该只计算“应收账款周转率”，而是应该计算“应收款周转率”，这里的“应收款”至少应包括应收票据、应收账款和长期应收款。

麻烦的是，考虑到企业有可能将应收票据贴现，或者像上面提到的将应收账款通过融信达业务收回，这都会影响到应收款周转率指标的准确性。因此，分析上市公司年报时绝不能以为算出指标就万事大吉了。

既然荣信股份的应收账款回收情况不佳，那么分析其坏账准备计提是否充足就非常重要，事实上，这家公司的计提政策存在问题。对于单项金额非重大的外部应收款项，荣信股份是按账龄计提坏账准备的，其披露的会计政策和会计估计如表5-3所示。

表 5-3

账龄	计提比例（%）
1年以内	5
1～2年	10
2～3年	20
3年以上	30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个计提办法的不足在于，随着应收账款账龄的增加，计提比例应该逐渐增加，但对于3年以上的应收款项，其计提比例反而静止不动了。事实上，荣信股份又是严格按此来计提坏账准备的。当然，从目前情况来看，荣信股份的应收账款占资产的比例并不大，对利润的影响有限（见表5-4），但是，如果应收账款以及长期应收款继续高速增长，投资者则应对其回收情况和坏账准备计提情况高度关注。

表5-4　荣信股份坏账准备计提情况　（单位：万元）

	2007年12月31日	2008年6月30日	2008年12月31日	2009年6月30日
3年以上应收账款	588	514	888	1 015
计提坏账准备	176	154	266	305
计提比例（%）	30	30	30	30

1年后，情况又如何呢？2009年，荣信股份的应收账款周转率继续下降到了1.98次，经营活动产生的现金流量净额也由2008年的474万元降至－2 189万元，而现金流不佳的主要原因则是经营性应收项目增加了4.10亿元。虽说公司归属于母公司所有者的净利润同比增长了42.38%，但应收账款增长过快的问题非但没有解决，甚至更加严重了。

不过，事情也有好的一面。荣信股份应收账款的回收情况比2008年稍好，且对3年以上账龄应收账款实际计提坏账准备的比例提高到了44.08%（见表5-5、表5-6）。

表5-5　荣信股份2008年年末应收账款回收情况　（单位：万元）

账龄	2008年12月31日	2009年12月31日	2008年年末应收账款1年后收回（%）
1年以内	25 940	48 344	59.95
1～2年	7 379	10 390	41.13
2～3年	2 077	4 344	46.98
3年以上	888	1 572	

表5-6　荣信股份应收账款坏账计提情况　（单位：万元）

账龄	2009年12月31日			2008年12月31日		
	应收账款	坏账准备	计提比例（%）	应收账款	坏账准备	计提比例（%）
1年以内	48 344	2 417	5.00	25 940	1 297	5.00
1～2年	10 390	1 039	10.00	7 379	738	10.00
2～3年	4 344	869	20.00	2 077	415	20.00
3年以上	1 572	693	44.08	888	266	30.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注应收账款季度变化

沃森生物（300142）是2010年11月才在创业板上市的一家公司，我对创业板公司和上市不满三年的公司都不感兴趣，这里以其为例，探讨如何关注企业应收账款的季度变化。

在2011年4月27日举行的沃森生物2010年年度业绩网上说明会上，有投资者对其应收账款提出质疑[⊖]。

请问财务总监，根据贵公司1季报，截至2011年3月底，应收账款余额为21 234.59万元，而2010年年底的应收账款余额为19 471.11万元，这意味着即使今年1季度销售全部形成新的应收账款，至今年1季度末贵公司最多只收回去年应收账款中的3 076.95万元，请问截至1季度末贵公司应收账款中账龄超过6个月的应收账款额为多少，是否已按财务制度进行了足额计提？

财务总监的回答如下。

1. 销售方式、行业特点。因为疫苗最终采购客户均为各地疾控中心，疾控中心系国家行政事业单位，疫苗采购经费属于国家预算的一部分，各地政府均采用收支两条线的方式用于疫苗采购与接种，因此采购经费拨付环节较多、拨付周期较长，从而导致疫苗生产企业、经销商、代理商普遍存在应收账款较高的现象。本公司主要从事疫苗自主研发、生产、自产疫苗销售，并由曾经的控股子公司沃森上成从事代理疫苗销售业务，主要客户虽然既有各地疾控中心，也有各地经销商、代理商，但由于各地经销商、代理商最终回收的货款均来自疾控中心的财政拨款，因此本公司亦呈现与行业特征相符的应收账款金额较大的特征。

2. 销售规模的扩大。由于本公司为了支持业务快速发展，主动给部分资信良好、合作较好的疾控中心、经销商及代理商一定信用额度。

3. 截至2010年12月31日公司应收账款1～6月账龄占91%，2011年3月31日公司应收账款1～6月账龄占92%。2009年年末应账收款余额为91 790 996.50元；2010年产品销售收入为358 777 891.69元，应收账款余额为

⊖ http：//ircs. p5w. net/ircs/topicInteraction/bbs. do？ rid =4604.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

194 711 052.98 元，2010 年销售商品提供劳务收到的现金为 250 501 479.44 元。

4. 应收账款的形成与销售收入的确认、发货直接联系，疫苗产品收、发、存受国家 GMP、GSP 规范的严格管理。

然而这长篇累牍的回答未能打消投资者的疑惑，此后的一篇报道中有如下陈述[⊖]。

按照上述沃森生物各期报告提供的应收账款期末余额，假设今年 1 季度 4 840.43万元营业收入全部形成新的应收款，意味着公司一季度最多回收了去年的应收款中的 3 076.95 万元，而剩余的 16 394.16 万元仍未收回。刘先生称："沃森生物去年年底应收账款中账龄 1～6 个月的占比就高达 91%，在绝大部分应收账款尚未收回的情况下 1 季度末 1～6 个月账龄的应收款又占比达 92% 不太可能。公司之所以刻意提高了账龄 1～6 个月的应收账款比例，是为了减少计提、粉饰 2011 年 1 季度业绩。"

刘先生的推算过程如下。

1 季度收回去年的应收账款 = 2010 年年末应收账款 + 1 季度营业收入 − 1 季度末应收账款
= 19 471.11 + 4 840.43 − 21 234.59
= 3 076.95（万元）

刘先生的敏锐令人敬佩，不过，他的分析存在一些缺陷。

缺陷之一是没有考虑税收因素。在上述报道中，刘先生还曾对沃森生物 2010 年 4 季度形成的应收账款和营业收入作了比较，思路与上面大致相似，而记者采访的一位资深注册会计师有这样的观点："我认为两者之间的差距可能与增值税有关。营业收入不含税，应收账款账目含税。"

查阅年报可知，沃森生物对销售收入要按 6% 的征收率缴纳增值税。这就是说，沃森生物今年 1 季度 4 840 万元的营业收入如果全部形成新的应收款，则其金额应该是 5130 万元，这无疑对刘先生的推算有一定的影响。

缺陷之二是没有考虑应收票据因素。2011 年 1 季度末，沃森生物的应收票据

⊖ 叶开．沃森生物高增长被指粉饰 应收账款处置遭质疑［N］．大众证券报，2011-5-4，http：//finance. sina. com. cn/stock/s/20110504/09399789132. shtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余额为2 297万元，比年初增加了246万元。这就是说，沃森生物1季度的营业收入还有可能形成应收票据，而不会全部形成应收账款。

虽然如此，刘先生对沃森生物应收账款的怀疑仍然是有道理的（见表5-7）。

表5-7 沃森生物应收账款部分相关数据 （单位：万元）

	2010年第1季度	2010年第2季度	2010年第3季度	2010年第4季度	2011年第1季度
营业收入	3 487	9 175	9 700	13 517	4 840
销售额（估算）	3 696	9 726	10 282	14 328	5 130
期末应收票据		1 087	1 908	2 051	2 297
期末应收账款		12 397	15 152	19 471	21 235
期末应收款项合计		13 484	17 060	21 522	23 532
最近半年销售额/期末应收账款(%)		108.27	132.05	126.39	91.63
最近半年销售额/期末应收款项(%)		99.54	117.28	114.35	82.69

注：1. 销售额（估算）=营业收入×（1+6%）。
2. 期末应收款项合计=期末应收票据+期末应收账款。

在表5-7中，我们将最近半年的销售额与期末的应收账款和应收款项作比较，这是因为按财务总监前面所讲的，沃森生物的应收账款90%以上都不会超过半年就能收回。与此相对应，在沃森生物的会计政策和会计估计中，账龄是否超过6个月也是极为重要的一道坎儿——超过就该计提坏账准备了（见表5-8）。

表5-8 沃森生物采用账龄分析法的应收款项坏账准备计提比例

账龄	计提比例（%）
6个月以内	0
7～12个月	5
1～2年	20
2～3年	50
3年以上	100

从表5-7来看，2011年1季度末，沃森生物最近半年（2010年第4季度和2011年第1季度）的销售额为其应收账款余额的91.96%，这看上去与财务总监所说的“2010年3月31日公司应收款项1～6月账龄占92%”非常接近。不过，这一说法成立的前提是公司的销售不会形成应收票据，这种可能性不大。而即便上述前提成立，1季度公司回款情况变坏也是不争的事实。事实上，表5-7中“最近半年销售额/期末应收款项”这一指标是越大越好。

其实，即便沃森生物不存在少提坏账准备的情况，公司1季度的高成长性也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有很大的水分。表面上看，1季度沃森生物归属于上市公司股东的净利润同比增长了106.72%。然而，考虑到其财务费用2010年1季度为49万元，而2011年1季度为-741万元，也就是说，由于IPO后有着巨额的超募资金（公司募集资金22.23亿元，而募集资金承诺投资总额仅为4.15亿元），公司的利息收入增加、利息支出减少，使得财务费用减少了790万元。考虑到沃森生物1季度的营业利润为2 118万元，而上年同期为1 029万元，这样算下来，财务费用减少对公司营业利润增加的贡献高达72.54%！

从财务分析的角度来看这个案例颇有价值。通常情况下，我们分析上市公司的应收账款回收情况是以年为单位的，上市公司以账龄计提应收账款坏账准备也往往以年为单位。沃森生物在2010年年报中也是以年为单位对应收账款来做分析的。

2007~2010年本公司期末应收账款增加额与本期营业收入比例分别为25.31%、21.13%、5.07%、28.7%，但应收账款总体较为健康且与实际业务经营情况相匹配。

然而，无论是从会计政策和会计估计还是实际回收的情况来看，就沃森生物而言，6个月对其应收账款是一个非常重要的界限，而像沃森生物这样账款回收周期不是1年的上市公司应该不止一家。因此，投资者需要根据实际情况更灵活地分析此类上市公司的应收账款，更多地关注季度变化可以更早地发现问题。

具体到沃森生物，1季度公司应收账款回收情况不佳或许有IPO后资金异常充裕，于是给了客户更长信用期的可能。然而考虑到与同行业上市公司相比，沃森生物的应收账款实在太多，投资者还是应该高度警惕（见表5-9）。

表5-9 华兰生物、天坛生物和沃森生物2010年年末应收账款情况

（单位：万元）

	华兰生物	天坛生物	沃森生物
营业收入	51 172	71 075	35 879
应收票据	12 265	0	2 051
应收账款	18 405	17 129	19 700
（应收票据+应收账款）/营业收入（%）	59.94	24.10	60.62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要说明的是，表5-9中华兰生物（002007）和天坛生物（600161）的营业收入均只为疫苗产品的销售收入，它们的全部营业收入分别为12.62亿元和12.02亿元，而沃森生物的营业收入则全部为疫苗收入。在这样的数据下，令人很难不对沃森生物所说的“疫苗生产企业……普遍存在应收账款较高的情况”起疑。

还值得一提的是，华兰生物对账龄在1年以内的应收账款统一计提5%的坏账准备，而天坛生物的这个比例更是高达8%。

分清主动和被动

在做财务分析时，我们一定要清楚企业财务指标的形成过程——是主动还是被动的。事实上，一些财务指标如果不考虑其形成过程，很容易误导我们。例如，有些投资者喜欢用Debt/Equity（以下简称D/E）这一指标来分析企业的资本结构，认为无息负债多是企业对上下游强势的体现，而且不用支付利息，因此只需考虑Debt（有息负债）。但是，众所周知，我国的中小企业融资一向很难，银行不愿意贷款给它们。在这种情况下，从银行借不到钱的中小企业的财务困境一目了然，但其D/E指标却很好看，因为Debt为零。在这种情况下，资产负债率更准确地反映了企业真实的财务状况。

再来看一个指标——现金周期（cash conversion period或cash-to-cash period），也称现金转换周期、现金循环周期、现金流量周期等。MBA智库百科（http://www.mbalib.com/）对这个指标的讲解较为全面，摘录如下。

什么是现金流量周期（cash to cash cycle），其定义不尽一致，主要代表性的概念有Stewart的“单位货币从原材料投入到市场价值实现的周期时间”；Moss和Stine认为所谓现金流量周期指的是支付现金购买可再销售产品到出售这些产品之间的时间间隔。此后，运营周期成为了现金流量周期概念界定的标准，这种观点认为“现金流量周期是企业运营周期内所需财务和支持的天数，而运营周期可以看做投资于库存和产品的销售天数”。此外，Pittiglio、Rabin、Todd和McGrath等一些学者在上述概念的基础上，进一步发展了现金流量周期的概念，他们认为现金流量周期是企业支付货币购买原材料到获取产品销售所得的天数，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一数值可以用供应库存的天数加上产品销售的天数，再减去平均产品支付周期得到，与此相似，Schilling 也提出“现金流量周期反映了企业的运营周期，它测度了消耗现金为生产经营活动而购买库存，到通过最终产品的销售而获取现金的时间跨度，这个指标可以用天数来衡量，它等于平均库存期加上平均获得时间，再减去应付账款时间”，目前这个定义是学术界广泛接受的概念。在这一概念的基础上，一些学者进一步扩展了现金流量周期的外延，Soenen 认为现金流量周期依赖于一系列的因素，包括从供应商获取的天数、产品生产加工的天数以及出售前的库存天数，此外，最后还包括从客户那儿回款天数。Farris 等人给出了计算现金流量周期的公式，即

$$库存_{c2c}=\frac{库存价值}{产品销售成本}\times 365\ 天$$

$$应收_{c2c}=\frac{应收账款}{净销售额}\times 365\ 天$$

$$应付_{c2c}=\frac{应收账款}{产品销售成本}\times 365\ 天$$

其中净销售额为扣除销货折扣和退货后的净额。

我认为现金周期这个指标和 D/E 一样，有时候会误导投资者。具体来说，现金周期隐含的假设是被分析企业的现状不存在偿债能力问题，这与流动比率、速动比率等指标完全不同。

从现金周期的定义来看，一家企业的现金周期短甚至为负（意味着营运资本需求少甚至为负），大致可以分为以下 3 种原因。

（1）产品畅销，回款快，因此应收款少——应收天数短；

（2）按订单生产，追求“零库存”，存货少——库存天数短；

（3）以应付款的方式占用供应商的资金，应付款多——应付天数长。

对前 2 种原因，我认为都是企业能力的体现，但是对于第 3 种原因，就未必是企业能力的体现，这既有可能是与供应商相比企业处于强势地位的体现，也有可能是因为企业资金紧张、不能及时付款的体现，换言之，企业未必想让应付天数这么长，无奈而已！这种情况，我认为可以称为“被动”的财务指标“好”。回想一下，从银行借不到钱的中小企业，其 D/E 指标无疑也是一种被动的好。这种被动的好指标其真实内涵恰恰相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，作为投资者，我们在作财务指标分析时要区分主动和被动。具体到“应付天数”这一指标，我认为要证明它不是被动的好，至少需要两方面的证据。

（1）盈利能力要强。在商业实践中，有的企业由于资金紧张，往往不能及时付款，但供应商又想做成生意，有可能提出高于一般的供货价格，这样会导致企业盈利能力下降。

（2）应付天数不能无限度地长，应在合理的范围内。

我计算了一下A股上市公司2010年年度的现金周期，发现现金周期最短的10家公司中有6家是ST公司。在这6家ST公司中，除ST中源外，其余5家公司的应付天数多得惊人，根据常识来判断，这并非是因为它们对上游供应商强势的结果，而是因为其资金不足。由此可见，我们确实不能机械地认为现金周期越短越好（见表5-10）。

表5-10 2010年现金周期最短的10家上市公司 （单位：万元）

证券代码	证券简称	行业	净资产收益率（扣除/加权）（%）	应收天数	存货天数	应付天数	现金周期
000035.SZ	*ST科健	信息设备		60	0	45 124	-45 064
600817.SH	*ST宏盛	综合		-13	0	13 964	-13 977
000673.SZ	ST当代	建筑建材		3 757	648	7 487	-3 082
000863.SZ	*ST商务	综合		7 319	1 888	11 925	-2 718
600790.SH	轻纺城	商业贸易	5.34	-2 072	811	191	-1 452
600190.SH	锦州港	交通运输	5.93	-1	4	741	-738
600167.SH	联美控股	公用事业	10.00	-479	7	64	-536
600381.SH	ST贤成	采掘		8	21	557	-528
600020.SH	中原高速	交通运输	8.65	-33	236	679	-476
600645.SH	ST中源	医药生物	11.53	-513	140	27	-401

如果一家上市公司的流动资产少于流动负债，从流动比率的角度来看可能会认为该公司短期偿债能力不足，从现金周期的角度来看则可能会认为这是公司经营效率高的表现，而究竟事实是什么，则还需要我们结合其他财务指标综合分析。

或许会有读者会觉得我举的例子太极端了，价值投资者不会去关注ST类股票。不过，我认为，控制风险应是价值投资者最值得重视的事情之一，因此，来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不得半点马虎和大意。众所周知，巴菲特挑选接班人的一条重要标准就是防范风险的能力，他说："我们需要天生就能识别和避免严重风险的人。我把它们用斜体标了出来'包括以前从未出现的风险'。我的意思是说隐藏在投资策略中的某些风险不能被现在金融机构通常使用的模型识别出来。"

再来看查理·芒格先生的一段话。

我的一个朋友去一家学校上学，学校教他怎样用压榨供应商的方法来减少营运资本，教他用简单的代数来压榨供应商。虽然他在考试的时候计算出数值，但他告诉老师，这种方法是愚蠢的，他绝不会真的去使用——我们都希望能和供应商建立彼此信赖的伙伴关系。他是一个很有远见的人，而且很有成就——因为他拒绝了商学院的愚蠢。学生要独立思考，要学会质疑自己所学的东西，这是很重要的。

然而，就是这样的两个人，他们还曾去过深圳的比亚迪（002594，1211. HK）总部，但是他们想到过比亚迪与经销商的纠纷最终给比亚迪带来了多么大的损失吗？不错，相对于经销商和供应商来说，汽车生产商是处于强势地位，但这种强势也不能使用过度。而从比亚迪的案例中我们可以看到，发现隐藏在"竞争优势"背后的风险是何等的不容易。

我通常会将与供应商和经销商的关系纳入评估上市公司风险的模型中去，建议大家也这样做。

魔鬼在细节中

2008年9月，巴菲特购买比亚迪（002594，1211. HK）的股票曾经使其声威大震，然而，自2010年开始，媒体上对比亚迪的报道却颇多负面，其中经销商退网一事尤为引人关注。2010年，比亚迪仅实现归属于上市公司股东的净利润（以下简称净利润）25.23亿元，同比下降了33.48%。2011年前3个季度，比亚迪实现的净利润更是只有3.53亿元，同比下降85.50%。

表5-11 比亚迪2009年、2010年现金周期

（单位：万元）

	2009	2010
应收天数	48	44
存货天数	66	51
应付天数	104	101
现金周期	9	-6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者能否从比亚迪的财务数据上发现业绩恶化的迹象？如果我们只会计算财务指标，可能无济于事。例如，如果我们计算该公司的现金周期指标，会发现从该指标上根本发现不了什么恶化的迹象，甚至可以说公司的经营更好了。

如果我们只看年报中的“管理层讨论与分析”，也很难发现什么。在2010年的年报中[⊖]，比亚迪在该部分最消极的陈述如下。

> 年内，集团改变以往快速扩张经销商网络的市场策略，积极优化汽车销售网络，然而销售网络的梳理过程对销售造成了一定的影响，但集团整体的汽车业务维持平稳，实现营业额约人民币215.5亿元，同比略有增长。

魔鬼在细节中，对投资者来说，这意味着我们要细读年报中的每一部分，而财务报表附注尤为重要。在比亚迪2010年年报中，财务报表附注第23条“应收贸易账款及应收票据”中披露，公司的应收票据从2009年年末的57.20亿元下降到了27.56亿元，而随后有这样的注释：

> 本集团销售汽车及其相关产品，通常其客户需以银行承兑汇票预付款项。除此之外，本集团与其客户的贸易条款大多属赊账形式，唯新客户需通常预付款项除外。

尽管比亚迪2010年汽车销售收入达到227.33亿元，与2009年（223.17亿元）同比略有增长，但从其应收票据下降51.82%来看，2011年汽车销售收入下降已是大概率事件，这对一直高速成长的比亚迪来说是相当严重的事情。需要说明的是，比亚迪年报中只披露2010年年末有2 916.90万元的应收票据被抵押，未披露有票据被贴现或背书转让。换言之，应收票据的减少应主要是因为收到客户的预付款项减少。与此同时，预收客户账款比年初下降了38.23%，比2009年上半年末只增长了9.35%。

从比亚迪的股价走势来分析，2010年和2011年分别下跌了40.04%和58.78%，如果等到2011年4月公司2010年年报公布，投资者已损失惨重。我发现，与2009年年末相比，比亚迪2010年9月末时股价只跌去了9.15%，如果

⊖ 比亚迪2011年6月才在A股上市，因此这里指的是港股年报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够在看到公司9月19日公布的半年度报告时就发现危险，则投资者可以避免大部分的损失。

比亚迪半年报披露的信息较年报少很多，财务报表附注中没有披露应收票据的具体金额，只是披露了“应收贸易账款及应收票据”的总金额——2010年上半年年末为62.75亿元，与上半年年末相比下降了35.92%，与2009年上半年年末相比下降了11.23%。这意味着，剔除可能存在的季节性因素，比亚迪2010年上半年应收贸易账款及应收票据仍然是下降的，而这是在公司营业额同比增长50.29%（其中汽车业务营业额增长46.34%）的情况下发生的。警惕性高的投资者或许应该打电话问一问公司是怎么回事了。此外，2009年半年报对应收贸易账款及应收票据的注释如下：

本集团与客户的贸易条款大多属赊账形式，唯新客户则通常须预先付款。

而2009年年报中的注释与2010年完全一样。如果我们据此认为比亚迪在2009年下半年才开始要求或者才开始全面要求汽车业务的经销商预付款项，则2010年上半年应收贸易账款及应收票据的下降就更值得警惕了。

比亚迪这个案例的另一个意义在于提示我们要注意财务指标背后的事情真相。从公司财务的一般理论来讲，如果收入增长，应收票据和应收账款减少是好事情，公司的财务指标——应收账款周转率加快、现金周期减少，表明公司经营效率在提高。但在比亚迪这种销售收款政策下，如果收入增长，应收票据减少，反而意味着公司收入增长乏力。

再来看另外一个案例——中国中铁和中国铁建。

如果只看中国中铁和中国铁建的流动比率——2011年9月30日为1.16和1.13，2010年12月31日为1.13和1.11，不算很低（见表5-12）。但就是因为应收款中绝大部分是应收账款，于是出现了下面的报道[⊖]。

表5-12 中国中铁和中国铁建2011年9月30日应收票据和应收账款

（单位：亿元）

	中国中铁	中国铁建
应收票据	15.19	11.65
应收账款	961.55	585.78
$\frac{\text{应收票据}}{(\text{应收票据}+\text{应收账款})}$（%）	2	2

⊖ http://finance.sina.com.cn/roll/20111028/145410713448.shtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁路投资下滑，对施工方有直接影响。早在今年发布中报时，中国中铁就表示，截至今年2季度末公司的应收账款余额为907亿元，其中铁路业务应收账款309亿元。中国中铁指出，由于项目业主普遍资金紧张，特别是铁路项目业主建设资金不到位，无法按合同及时支付工程进度款及正常的验工计价款。

中国铁建某子公司相关负责人告诉记者："从今年3月开始，铁路建设资金越来越紧，一般工程的资金到位率只有30%～40%，部分工程已经到了无法维持的地步，所以出现了越来越多的放假、停工情况。"

再来看一下格力电器（000651），其流动比率在2011年9月30日和2010年年末分别为1.16和1.10，与中国中铁和中国铁建相差无几，但我们没听说过这家公司资金紧张。2011年9月30日，格力电器的应收票据为364.33亿元，而应收账款仅为20.33亿元，应收票据占（应收票据＋应收账款）的比例高达94.71%。

在企业的生产经营过程中，应收票据和应收账款有着不小的差别。应收票据可以很方便地贴现或转让，以至于有企业将其作为现金等价物看待，而应收账款的流动性则差了很多。格力电器和中国中铁、中国铁建在流动比率没有什么差异的情况下，资金紧张程度却一个天上，一个地下，应收票据和应收账款的这种差别是一个重要原因。

前面我讲到要将与供应商和经销商的关系纳入到评估上市公司风险的模型中去，而格力电器在占用供应商资金方面享有盛名，那么，它的这种行为会造成供应商资金紧张吗？观察相关数据可知，格力电器的应付款中应付票据比例较高，因此，供应商的资金压力不会过大（见表5-13）。

表5-13 格力电器应付票据和应付账款 （单位：亿元）

	12月31日		
	2008	2009	2010
应付票据	25.85	83.93	89.45
应付账款	84.43	116.50	137.95
$\frac{\text{应付票据}}{(\text{应付票据}+\text{应付账款})}$ (%)	23	42	39

无论如何，我们都不能认为算出财务指标后就可以万事大吉了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深入理解才能正确计算财务指标

财务指标的计算似乎并不是什么问题，或许会有人这样想——教科书上有现成的公式，只要套上数据就可以了。可惜，至少有一些财务指标没有这么简单，没有统一的算法，需要使用者有一定的会计功底，真正理解了指标的内涵才能正确地计算。

我们仍以现金周期为例来阐述这个问题。从前面我们摘录的 MBA 智库百科网中对现金周期的介绍可以知道，人们对这个指标的定义都有差异，我查阅了一些资料，发现计算方法也不尽相同。

例如，汤谷良教授在《我的偏执：战略财务的逻辑》一书中这样写道：

现金周转天数 = 应收款周转天数 + 存货周转天数 - 应付款周转天数

为全面综合考察企业的各项运营资本周转效率，本文定义“应收款 = 应收账款 + 应收票据 + 预付账款”，“应付款 = 应付账款 + 应付票据 + 预收账款”。

郭永清教授在《透视公司财报数字——看故事读财报》一书中相关内容如下：

注意，“平均应收账款”是指资产负债表中“应收账款”和“应收票据”的期初、期末金额的平均数之和。

应付账款周转率 = 采购成本/平均应付账款

采购成本需要我们根据有关资料进行计算。假设一个制造业企业，产成品的成本等于原材料的采购成本加上生产成本。

采购成本 = 销售成本 + 期末存货 - 期初存货 - 生产成本

分析的时候，如果采购成本的信息无法取得，也可以简单地用销售成本来代替。

我认为郭教授对计算应付天数时应使用采购成本而非销售成本的观点是非常正确的，即便我们偷懒或因为数据无法取得仍然用销售成本，但当被分析的企业出现采购成本与销售成本可能会有较大差异的时候，至少我们要知道这时计算出的结果可能有较大的误差。

汤教授对应收款和应付款的定义很全面，且符合会计上应收应付的概念。

至于我，则喜欢将应收款定义成“应收票据 + 应收账款 - 预收账款”，应付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款定义成“应付票据＋应付账款－预付账款”，目的是将应收款对应供应商、应付款对应客户。不过，如果当某家上市公司的预付账款金额极大的时候，我会看一看，这是否是因为公司有大的资本支出项目——按企业会计准则，企业进行在建工程预付的工程价款，也在“预付账款”科目核算，而这显然不属于运营活动的范围。如果是，则要考虑消除资本支出对应付天数计算的影响。

值得注意的是，尽管两位教授将来自西方的应收账款和应付账款的定义作了适当的修改，但这主要是因为我国的财务报表格式与国外不同，而内涵并未改变。而下面则是一个没有很好地理解现金周期概念的例子[⊖]——有人在计算应收天数时，应收款的范围包含了应收利息、其他应收款等项目；在计算应付天数时，应付款的范围包含了应付职工薪酬、应交税费、应付股利等项目。这样算的结果是贵州茅台（600519）2006 年的应付天数多达 602 天，而事实上，贵州茅台的应付票据和应付账款极少，其流动负债主要是应交税金。由于应交税金多而导致应付天数长，显然不能说明公司的运营效率高或者相对供应商处于强势地位等（见表 5-14）。

表 5-14 贵州茅台与应付天数相关的部分财务数据 （单位：亿元）

	2006 年	12 月 31 日	
		2005 年	2006 年
主营业务成本	7.91		
预付账款		0.12	0.04
应付票据		0.00	0.00
应付账款		0.30	0.41
应交税金		9.11	8.00
其他应付款		2.69	3.10

在计算现金周期以及各种资产周转率指标（如固定资产周转率、存货周转率、总资产周转率等）时，我们还要特别注意企业当期是否有大的并购活动。

近年来，随着国内企业经济实力的增强，收购活动此起彼伏，其中有不少规模相当大，对企业报表的影响也相当大。如 2008 年中联重科（000157）收购意大利混凝土机械企业 CIFA，该年年末其资产总额比上一年年末增长了 1.71 倍，当年营业收入同比增长 50.98%；再如吉利集团 2010 年收购沃尔沃，年末资产总

⊖ http：//barrons.blog.caixin.com/archives/2572.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额比上一年年末增长1.95倍，当年营业收入同比增长3.87倍。

在这种情况下，我们对企业会计准则相关规定一定要予以高度重视，《企业会计准则第33号——企业合并》第十条规定："因非同一控制下企业合并增加的子公司，编制合并资产负债表时，不应当调整合并资产负债表的期初数。"第二十二条规定："因非同一控制下企业合并增加的子公司，应当将该子公司购买日至报告期末的收入、费用、利润纳入合并利润表。"

以上规定意味着，当企业购买了一家子公司后，如果在会计上认定为非同一控制下的企业合并，则无论是当年1月还是12月购买，合并资产负债表的期初数和期末数均相同，而合并利润表中的营业收入却会大相径庭。在这种情况下，计算现金周期和各种资产周转率指标显然没有什么意义，除非我们知道被购买的企业自年初至购买日的营业收入。

如何正确评价房企的资产周转速度

万科在房地产开发企业中以"快速开发"战略闻名。2006年9月，我在《证券市场周刊》上发表了一组题为"万科：标杆帕尔迪"的文章，我发现，万科的新标杆美国房地产开发商帕尔迪（Pulte Homes，PHM. NYSE）公司和曾经的标杆香港新鸿基地产发展有限公司（0016. HK）不同，前者资产周转速度更快，而后者销售利润率更高。相比较而言，我更认可帕尔迪的战略。据媒体报道，时任万科首席研究员的谭华杰先生在接受记者采访时曾这样说，"我们未来一定要做到帕尔迪这样，在一个销售净利润率8%左右的市场中达到18%以上的净资产收益率，这就需要大幅度提高运营效率"。

随后，在2006年年度报告中，万科有如下陈述。

> 同时公司也将注重获取优质项目，改善项目结构，通过更多项目的快速开发，充分利用周转速度和规模效应，提高人力资源效率和资源利用效率，强化市场控制力和品牌影响力。

随着时间的推移，越来越多的房地产开发企业意识到快速开发的好处，如招商地产（000024）在2011年半年年报中说，"加快项目开发进度、提升周转率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是公司核心管理目标之一”。

有趣的是，近来开始有分析人士怀疑身为国内快速开发战略领头羊的万科发生了改变，如景小勇先生。[1]景先生著有《上市公司财务报表解读：从入门到精通》[2]一书，以万科的财报为例，介绍了分析财报必须了解的财务基本知识。可以认为，他的观点相当有代表性。

万科的资产负债率低于70%维系了10年之久，但在2010年年底突破70%，达到74.68%。与此同时，万科的资产周转率出现下滑，与资产负债率呈反向运动。资产负债率扩大了万科的杠杆比率，使得在同样的净资产下，万科能以更多的总资产博得更多的营业收入来获得成长；但是，万科以同样资产获得营业收入越来越少，万科开发的速度10年来下降了50%以上。

万科快速开发的特色为何未体现出来？……在房价快速上涨时期，开发商屯地半年就能获得的收益，随着房价涨幅的回落现在需要更长时间。但是囤地是要本钱的，维持同样的业务规模，就需要更多的土地储备，也就需要更多的资产。

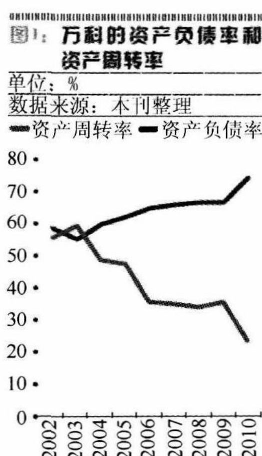


图 5-1

图5-1是景先生文章中的插图。

万科真的放弃了快速开发战略，依靠囤地来获取超额利润吗？我认为并非如此。

先来看一下万科开发速度下降50%以上的结论是怎样得出来的，从“以同样资产获得的营业收入越来越少”这句话来分析，其依据是资产周转率。按教科书的标准定义

$$资产周转率=\frac{本期销售收入净额}{本期资产总额平均余额}$$

其中

$$本期资产总额平均余额=\frac{(资产总额期初余额+资产总额期末余额)}{2}$$

[1] http://www.capitalweek.com.cn/article_10869.html.

[2] 此书已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按上面的算法，我计算了万科的资产周转率，2010年该指标比2002年确实下降了一半以上（见表5-15）。

表5-15 万科的资产周转率 （单位：亿元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	45.74	63.80	76.67	105.59	179.18	355.27	409.92	488.81	507.14
年初总资产	64.83	82.16	105.61	155.34	219.92	499.20	1 000.94	1 192.37	1 376.09
年末总资产	82.16	105.61	155.34	219.92	499.20	1 000.94	1 192.37	1 376.09	2 156.38
平均总资产	73.50	93.89	130.48	187.63	359.56	750.07	1 096.66	1 284.23	1 766.24
总资产周转率	0.62	0.68	0.59	0.56	0.50	0.47	0.37	0.38	0.29

但是，细看表5-15我们会发现，万科的资产周转率在2003年以后连续下滑，如果资产周转率准确地反映了万科的开发速度，那么我们几乎可以断定它根本没有真正实施过快速开发战略，而不是在房价涨幅趋缓后才改弦易辙了。事情果真如此吗？

在回答问题之前，我们先来看另一篇研究万科的文章——“万科真相：盈利靠通胀，成长靠投资？”[⊖]，作者为中欧商学院丁远教授和张艳。文章中有这样一段话：

房地产企业利润表里的销售和成本在时点上是不匹配的。成本至少早于销售两三年，因此在土地价格不断上涨的前几年，房地产项目至少两年的项目周期使房地产企业享受了资产价格上涨带来的好处。

房地产项目周期较长众所周知，文章中认为至少两年。既然如此，我们以房地产开发企业的资产周转率来判断其开发速度就有可能犯错误——企业年初、年末的资产中有相当一部分与其当年实现的营业收入没有关系，有可能反倒是两年前甚至更早的资产数与当年的营业收入相关性更强。这是因为当年的收入是两年前甚至更早取得的土地经过开发、销售、竣工而实现的。以当年年初和年末的资产平均余额来计算资产周转率，则相对于当年或上一年取得土地储备较少的房地产开发企业而言，取得土地储备较多的企业其资产周转率势必会受到更大的负面影响。

其实，不仅是在房地产行业，计算一般工业企业的资产周转率时我们也应该注意资产和收入是否匹配的问题。例如，有一家企业在年末IPO上市，则其资产必定大幅度增加，即便它的营运能力不比以往逊色，这个时候按通常的方法计算

⊖ http://finance.sina.com.cn/leadership/mroll/20091106/08386931903.shtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出来的资产周转率指标也一定会比以前年度降低不少。

此外，企业的资产结构对资产周转率也有影响。以万科为例，2010 年年末存货在资产中占比为 61.83%，明显低于 2002 年年末的 72.74%（见表 5-16）。

表 5-16 万科的资产结构 （单位：亿元）

	2002年12月31日		2010年12月31日	
	金额	占资产比例（%）	金额	占资产比例（%）
货币资金	9.69	11.79	378.17	17.54
预付款项	1.28	1.56	178.38	8.27
存货	59.76	72.74	1 333.33	61.83
其他应收款	1.40	1.70	149.38	6.93
长期股权投资	0.00	0.00	44.94	2.08
资产	82.16		2 156.38	

万科除存货外资产在总资产中的比例增加，势必会对万科的总资产周转率指标产生负面影响，但增加的原因并非是开发速度放缓。以表 5-16 中的几个资产科目为例，万科的货币资金增加，更多是出于财务稳健的考虑；其他资产的增加更多是因为经营环境或万科的经营策略发生了变化（更多通过合作方式开发项目）——预付款项中对方单位多为各地规划和国土资源部门，产生的原因则为土地尚未实际交付；金额较大的其他应收款主要为合营公司及联营公司往来款、与合作方往来款、一年内发生的代垫款及保证金；长期股权投资则是对合营公司和联营公司的投资。

因此，我们试图用修正后的存货周转率指标来分析一下万科的开发速度，计算方法为

$$（修正后）存货周转率1=\frac{当年的营业成本}{前1年年末的存货}$$

$$（修正后）存货周转率2=\frac{当年的营业成本}{前2年年末的存货}$$

$$（修正后）存货周转率3=\frac{当年的营业成本}{前3年年末的存货}$$

计算存货周转率的一般算法是，分母为平均存货 =（年初存货 + 年末存货）/2。在这里，我们以前 1 ~ 3 年年末的存货作为分母，是因为前 1 ~ 3 年年末的存货很可能比当年的平均存货与当年的营业成本更具相关性。需要说明的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为很难找到一个最合理的存货时点数与房地产开发企业当年的营业收入完全匹配，尤其是当我们分析某一家企业多年的历史数据、或是对多家企业进行对比时，单纯地依靠存货周转率这一项指标恐怕也很难正确地评价房地产开发企业的开发速度（见表5-17）。

表5-17 万科的资产周转率与（修正后）存货周转率对比

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
存货周转率1	0.74	0.78	0.61	0.65	0.77	0.60	0.38	0.40	0.33
存货周转率2	0.99	0.99	0.89	0.79	1.08	1.39	0.73	0.52	0.35
存货周转率3	1.91	1.71	1.84	1.76	1.71	3.24	4.48	2.51	1.36
资产周转率	0.62	0.68	0.59	0.56	0.50	0.47	0.37	0.38	0.29

万科的（修正后）存货周转率的走势与未修正的资产周转率明显不同，表现在它们在2006~2008年各创出一个阶段性高点，存货周转率2、3还创出了自2002年以来的最高点。其中，存货周转率2自2006年发力上升，2007年达到高点，此后一路下滑，这与人们印象中房地产市场的起伏大致相符。

从表5-17来看，无论是（修正后）存货周转率还是资产周转率指标，均显示万科自2009年来营运能力降低。不过，在作了进一步的分析后，我们可以认定这并不是万科放弃快速开发战略的结果。

A股房地产开发企业中，万科、保利地产（600048）和金地集团（600383）的营业收入位居三甲，这3家公司都选择了快速开发策略（见表5-18～表5-20）。

表5-18 万科部分经营指标 （单位：万平方米）

	2006	2007	2008	2009	2010	2010年比2007年增长（%）
开工面积	500.6	776.7	523.3	560.9	1 248.0	60.68
竣工面积	327.5	445.3	529.4	536.4	442.0	-0.74
销售面积	322.8	613.7	557.0	663.6	897.7	46.28
结算面积	289.6	393.7	451.4	605.2	452.1	14.83

万科2010年结算面积仅比2007年增长了14.83%，远低于保利地产的300.15%和金地集团的73.20%。对房地产开发企业来说，结算面积基本上决定了公司的营业收入和营业成本。因此，导致万科资产周转率和存货周转率下降最主要的原因我们已经找到了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-19 保利地产部分经营指标 （单位：万平方米）

	2006	2007	2008	2009	2010	2010 年比 2007 年增长（%）
开工面积	237.6	410.7	456.0	564.0	1 000.0	143.49
竣工面积	87.7	171.0	285.0	377.0	458.0	167.84
销售面积	123.0	199.6	258.5	526.7	688.4	244.88
结算面积	73.2	110.0	192.6	274.9	440.2	300.15

表 5-20 金地集团部分经营指标 （单位：万平方米）

	2006	2007	2008	2009	2010	2010 年比 2007 年增长（%）
开工面积	71.3	243.0	138.0	141.6	379.6	56.20
竣工面积	58.9	114.0	134.0	99.9	146.5	28.54
销售面积	73.2	108.2	110.0	196.7	229.1	111.69
结算面积	64.0	89.2	106.4	116.4	154.6	73.20

房地产项目能够结算需要满足两个条件：竣工和销售。分析万科结算面积增长不力的原因，显然又以竣工面积不足为主。

如果万科放弃快速开发战略，希望通过囤地、捂盘来谋取更高的销售利润率，那么，反映在数字上应该是开工面积、销售面积减少或增长缓慢，而事实并非如此。

万科 2010 年年报公布后，有两件事出乎我的意料。一件是财务状况之好，另一件就是开工面积之多。万科 2011 年的开工计划——“现有项目预计开工面积 1 329 万平方米，比 2010 年增加 6%”。在人们普遍预计房地产调控政策尤其是限购政策将抑制楼市成交量的情况下，保守如我者原本预料万科 2011 年计划开工面积会下降。

进一步分析发现，在万科的开工计划中，或许限购并没有作为特别重要的考虑因素，以限购最严厉的北京为例，计划开工面积同比增长 15.07%，超过了公司整体水平。

至于万科有没有捂盘，我们还可以从公司存货中已完工开发产品的比例来进行分析（见表 5-21）。除 2008 年外，该比例近年来一直在下降，而 2008 年该比例较高，恐怕也不是万科主观故意的结果，而是那一年房子确实很难卖。与同行业公司相比，万科的这个比例并不高——保利地产 2010 年年末为 2.97%，金地集团为 5.53%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-21 万科存货中已完工开发产品比例 （单位：亿元）

	2006	2007	2008	2009	2010
已完工开发产品	26.08	44.28	79.01	53.20	52.98
存货	341.79	664.85	871.40	907.10	1 333.41
已完工开发产品/存货(%)	7.63	6.66	9.07	5.86	3.97

注：2006 年、2007 年已完工开发产品数中剔除了出租开发产品。

下面我们来谈竣工问题，这个问题在万科近年的年报中多次被提及。

公司 2007 年新开工住房中装修房的比例达到了 53.4%。这些举措使公司项目竣工时间有所推迟。另外在宏观调整大形势下，部分城市也提高了项目竣工备案的条件。相应延迟了项目竣工验收。这一过程中，因为公司在装修房策略上的施工经验尚不成熟，对部分项目的工程进度估计不足，导致了部分项目未能于年内竣工结算。

——2007 年年报

鉴于市场成交量出现大幅下滑，为使推盘计划和销售进度相匹配，合理控制存货规模，同时也使公司有更充裕的时间根据当前购房者的主流需求优化产品结构，公司于 2008 年中期和 3 季度两度下调开竣工面积……竣工面积由年初计划的 689 万平方米调整为 586 万平方米。

——2008 年年报

由于近年来新开工项目中装修房比例持续上升，在基本实现全装修、装修房比例趋于稳定之前，整体竣工时点相对开工时点、销售时点将有所延后，预计 2010 年竣工面积 504 万平方米，较 2009 年有所下降。

——2009 年年报

报告期内，公司继续贯彻快速开发、快速销售的经营策略，并通过标准化产品推广、项目流程优化、表彰快速开发项目等一系列措施，进一步提高了项目经营效率，缩短了项目从获取到开工的平均周期。由于项目开发节奏明显加快，2010 年公司新增的项目资源中有相当比例在年内已经实现开工，使得公司全年的实际开工面积高于年初计划数。公司全年实现新开工面积 1 248 万平方米，相比年初计划的 855 万平方米增长 46%。而受亚运会、世博会等偶然因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素影响，部分项目工程进度减慢，全年公司实现竣工面积442万平方米，相比年初计划的504万平方米减少12%。

——2010年年报

从以上陈述中我们可以发现，装修房占比提高是近年来持续影响万科竣工速度的一个因素。按我的判断，这并非万科在为自己找借口——在2006年年报中，万科就宣布，“2007年，万科将全面推进装修房的实施，提高装修房的比重”。紧接下来的话是，“年内位于东莞的住宅产业化基地将正式运行，公司将进一步提高工业化技术的应用比例”。由此看来，推进装修房和住宅产业化在万科战略中的地位几乎同等重要。

《中国企业家》杂志2011年1月一篇题为“万科千亿”的文章介绍了万科为什么要推进装修房。

“精装修”是王石始终坚持的一件事。“万科前十个项目全部是精装修。但5年前，我们精装修不到30%。”一线总经理跟王石说毛坯房很好卖，消费者不接受精装修。王石反驳，消费者不买精装修是消费者的问题还是我们的问题？“显然是我们的问题。如果消费者要敲掉精装修，我要打你板子。”现在，万科所有项目都是精装修。

王石坚持精装修有他经营上的考虑。“可以看得到的趋势是，5年之内一二线城市会强制精装修。你说到时候万科都那么大了，仓促之间怎么做精装修？哪里有人才队伍？”王石说，船大难调头，公司规模大了后，很多事情要提前做。

除了装修房比例提高，万科竣工缓慢还有其他原因。2010年上半年，万科完成竣工面积仅占全年计划的25.4%。然而到了2011年上半年，这一比例进一步下降到了14.7%。在2011年中期业绩推介会上，万科详细阐述竣工缓慢的原因。

下半年都是生产高峰的，上半年工人很难找。现在为了留住工人，我们的总包想的是他的工人怎么留住。现在万科给工人发证书，分一级、二级、三级发证书。不仅发证书，当他们家庭遇到重大灾难或者困难的时候，万科还关怀他们。

今年底明年初，万科可能要出劳务工的白皮书。现在工地上的劳务工年龄平均在45岁，他们的第二代不再做这个工种了。我们有些总包单位开始设夫妻宿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舍，这样的话多一个工人。这是没办法的事儿，否则员工队伍不稳定。

从上市公司的角度，希望上半年多一点，下半年少一点。这有好处，我的利润上半年基本实现了，对全年业绩有保证。另外还避开了供暖季节，现在北方的供暖交房最麻烦了，人还没住，很多费用收不回来。最好是上半年交房。短期内想要改变局面比较困难。

其实，不只是万科遭遇竣工难题，金地集团也是如此——2010 年原计划竣工面积为 190.8 万平方米，实际完成 146.54 万平方米，比计划数少了 23.20%。对比 2011 年半年年报中关于竣工问题的说法，万科和金地集团极为相似。

上半年公司房地产项目结算面积 138.3 万平方米，比去年同期下降 8.1%……预计 4 季度将有较多项目竣工结算，全年结算增长将明显高于上半年。

——万科

因竣工安排集中在今年第 4 季度，上半年，公司结算资源有限……房地产项目结算面积 35.46 万平方米，结算收入 48.38 亿元，同比分别下降 52.29% 和 43.02%。随着项目陆续竣工并结算，预计全年结算量较上年将有所增加。

——金地集团

用工荒是国内近年来出现的新现象，无论是看媒体报道还是亲身感受，我们都能够确定这种现象的存在。由万科和金地集团年报中的阐述结合万科在业绩推介会上的发言来分析，房地产开发企业的经营也深受用工荒影响，使得其项目竣工计划的进度不及预期。保利地产没有在年报中披露来年的开、竣工计划，但从图 5-2 中我们可以看到，保利地产和万科、金地集团一样，2010 年竣工面积与开工面积之比急速下滑。

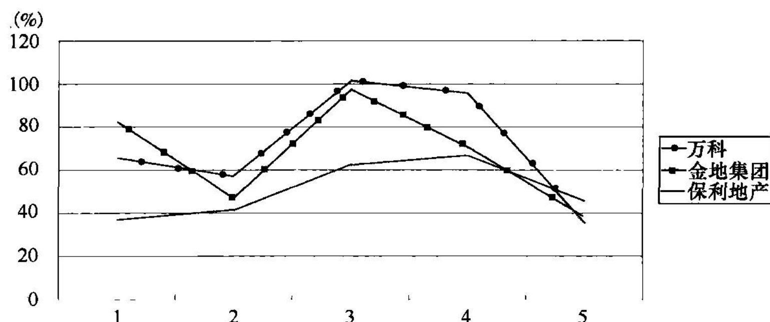


图 5-2　万科、保利地产和金地集团近年“竣工面积/开工面积”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我分析，如果未来房地产开发企业的经营环境不发生大的变化，万科的竣工速度将有所回升。

首先，万科2010年新开工的项目中精装修房的比例已经高达93%。虽说该比例还将继续提高，但对竣工速度的影响应该是日益减弱。

其次，万科目前正在实践的住宅工业化生产如能成功并大规模地推广，将有助于解决竣工速度过慢的问题。以下是谭华杰先生在2011年万科业绩推介会上的一段相关陈述。

万科准备全面推广（住宅产业化）。上个月陪着王石主席去了龙华的工业化住宅项目参观，同时那一片也是深圳整个规划保障房小区，因此几个同行都在一起做。比较下来万科的工地是最整洁的，工人是最少的，进度最快。你们有机会可以过去看一看。

这次试验对我们的鼓舞是，原来我们预计工业化之后我们的成本会增加300～400元/平方米，经过努力，目前控制在200元左右。别忘记今年以来，劳务工的工资平均涨了40%以上，一个木工，做模板的，月收入超过10 000元，还留不住！所以现在我们用钢模、铝模取代。300元一天找不到人为你干活，条件发生很大变化。所以那天听说富士康准备100万个机器人了，这就对了，为我们工业化带来更好的前景。

快速开发不是教条

丁远教授的文章“万科真相：盈利靠通胀，成长靠投资?”以及景小勇先生对万科坚持快速开发战略的质疑对我触动很大，深感有必要重新审视快速开发战略。我认为，快速开发不是教条。总结万科过去这些年来执行这一战略的成败得失，我认为有两点值得注意。首先，实施快速开发战略的目的，是在销售利润率不高的情况下通过资产的快速周转来取得较高的净资产收益率。如果房市低迷，则开发速度越快，积压的楼盘越多（卖不出去）或亏损越大（低价卖出去），此时适当放慢开发速度不能视为放弃了快速开发战略；其次，当房价上涨过快时，企业应该放慢拿地的速度，如果因此造成未来一段时间土地储备不足、开发速度下降，也不应视为改变了战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍从上一节提到的万科周转率问题谈起。除装修房比例提高和用工荒外，万科2010年竣工面积少还有一个重要原因——2008年和2009年开工面积少。金地集团的情况与之类似。这两家公司2008年、2009年的开工面积均低于2007年。

万科2008年开工面积下降，原因是销售不畅。2008年，万科的销售面积同比减少9.24%，开工面积减少32.63%。与万科相比，金地集团的销售情况稍好，销售面积同比增长1.66%，但开工面积下降了43.21%，降幅之大还超过万科。

坚持快速开发战略是否意味着在楼盘滞销的情况下仍然不能放缓步伐？我认为不宜教条化快速开发。换言之，我认同万科和金地集团在2008年的做法。

万科在2008年年报中阐述了一条原则——开发节奏和销售节奏相匹配，产品类型与市场需求相匹配。观察过去几年的数据，万科的开工面积和销售面积走势大致相同，证明公司确实一直在坚持这一原则（见图5-3）。

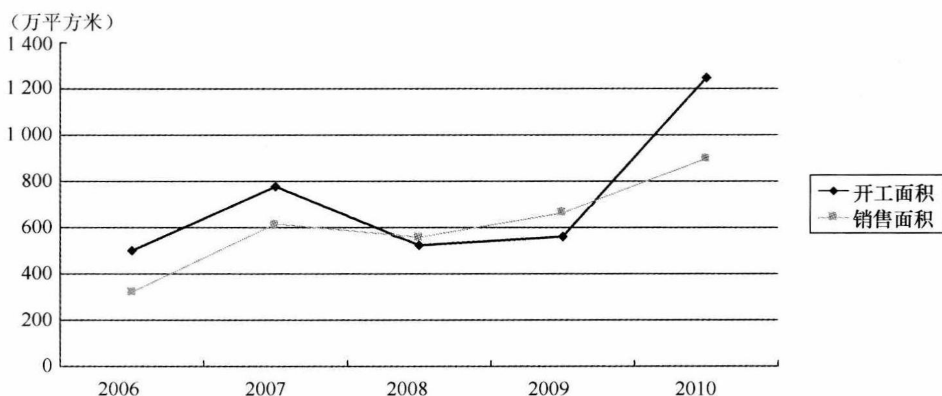


图5-3 万科开工面积和销售面积

实施快速开发战略的目的，是在销售利润率不高的情况下通过资产的快速周转来取得较高的净资产收益率。如果房市低迷，则开发速度越快，积压的楼盘越多（卖不出去）或亏损越大（低价卖出去），作为企业，这样做显然没有道理。

从图5-4中可以看到，万科和金地集团2009年的毛利率为5年中的低谷，考虑到房地产开发企业结算晚于销售，2009年结算的项目相当一部分为2008年销售，这可以认为2008年房价下跌对两家公司的盈利都发出了挑战。因此，万科和金地集团在2008年不约而同地采取了减少开、竣工面积是可以理解的。我们还可以发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现，万科和金地集团毛利率的变化趋势大致相同，而保利地产毛利率的走势却与它们大相径庭，这或许是保利地产经营行为与它们也有所不同的原因吧？

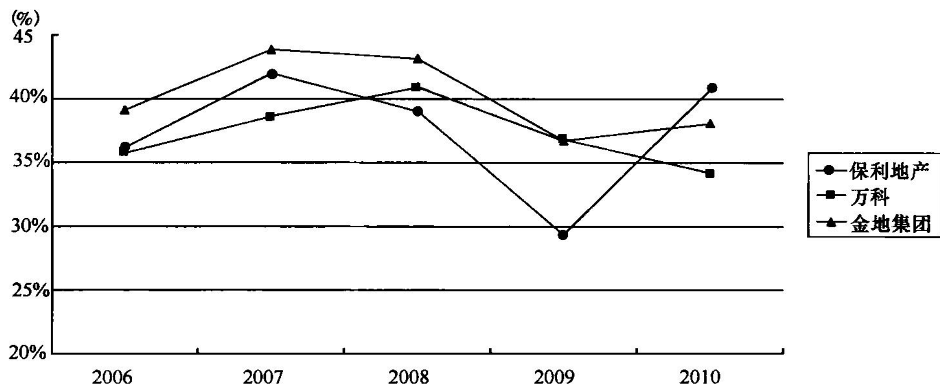


图 5-4　万科、保利地产和金地集团毛利率

万科在 2008 年对 13 个项目计提了 12.31 亿元的存货跌价准备，这意味着公司判断这些项目未来将产生亏损。由此来看，当时的实际情况可能较毛利率变化显示的更为严重。

以万科北京蓝山项目为例，2008 年，万科对这个项目计提了 1.21 亿元的存货跌价准备，随即在 2009 年全部转回（见表 5-22）。

表 5-22　北京万科蓝山相关情况　　　　（单位：亿元）

	2007 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日	2011 年 6 月 30 日
项目名称	北京朝阳化机厂项目	北京金色城品	北京蓝山	北京蓝山	北京蓝山
存货金额	17.09	18.64	20.09	22.39	24.19
预收账款			2.65	24.80	31.38
预售比例(%)			——	88.80	88.85
预计总投资	13.56①	25.44	30.55	30.74	30.74
预计开工时间	2008 年 4 月	2009 年 3 月			
实际开工时间			2009 年 9 月	2009 年 9 月	2009 年 9 月
预计（首批、最近 1 期）竣工时间	2009 年 12 月	2010 年 12 月	2011 年 11 月	2011 年 11 月	2011 年 11 月

① 年报如此，疑有误。

万科 2008 年第 3 季度报告公布后，我写了一篇文章“万科：计提背后的战略问题”㊀质疑其行为，我怀疑，至少某些计提项目是公司控制不住高价拿地惯性

㊀ http://www.capitalweek.com.cn/article_319.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的产物。

以北京金色城品项目为例，据媒体报道，这个项目万科是在2007年10月拿到的土地——朝阳区西大望路27号住宅及配套服务设施用地。该地块建筑面积14.9万平方米。通过招标，北京万科企业有限公司从8家投标房企中胜出，以17亿元拿到该地块，成交价格为招标底价的2.2倍。按此计算，万科是以楼面地价11 409元/平方米拿下这块地的，而以预计总投资29.12亿元和2007年年报中披露的建筑面积14.11万平方米来计算，该项目未来每平方米的成本高达20 636元。另据搜房网（www.soufun.com）资料，该楼盘户型以90平方米两居至160平方米三居为主，也就是说即使万科以成本价销售，购买一套房至少也需要186万元。此外，这一项目要到2009年5月才开盘，以目前人们对经济形势和个人收入日益悲观的态度，其销售形势确实不容乐观。

但事情的发展比我的预期要乐观得多，2009年房价又涨了起来。按搜房网数据，万科北京蓝山的售价达到了41 800元/平方米（见图5-5）。不过，即便如此，该项目的回报很可能也不高。根据表5-22中的数据，我对北京蓝山这个项目的现金流作了一个估计（见表5-23），继而算出其内部收益率（IRR）——只有7.71%。

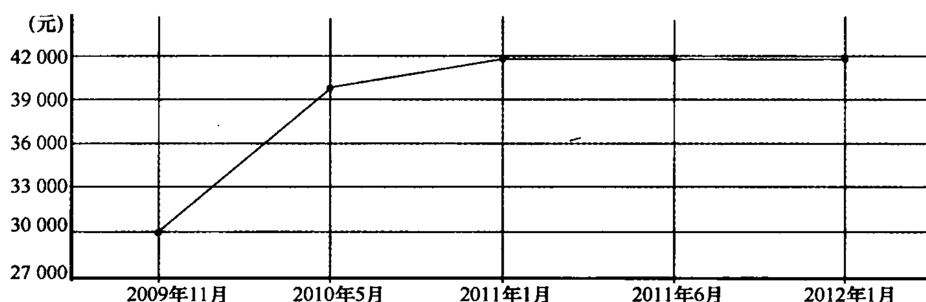


图5-5 万科北京蓝山房价走势

资料来源：http://wankelanshan010.soufun.com/house/1010281785/fangjia htm.

我假设万科存货中该项目的年末余额为累计现金流出数，预收账款余额为累计现金流入数，2011年年末该项目竣工，最终取得的现金流入总数为2011年中期预收账款余额31.38亿元/项目预售比例88.85%，即35.32亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-23 北京蓝山项目现金流 （单位：亿元）

	2007	2008	2009	2010	2011
现金流出	17.09	1.55	1.45	2.30	8.35
现金流入			2.65	22.15	10.52
现金流	-17.09	-1.55	1.20	19.85	2.17

从最早预计北京蓝山项目于2008年4月开工来看，万科当初快速开发的意图很明显，但后来却不得不放慢步伐。即使如此，万科仍未能取得令人满意的回报，其根源就在于拿地成本过高。

我在“万科：计提背后的战略问题”一文中认为，万科2008年计提存货跌价准备的理由越充分，当初拿地的行为就越显得失当，并对万科高价拿地的行为感到难以理解。

万科很早就提出了谨慎拿地的言论。在2007年半年报中有这样的陈述，“目前万科拥有的规划中项目资源，可以基本满足未来两年新开工的需要，与理想中的最佳规模相比略微偏低，但考虑到目前地价水平中含有较多的预期因素，公司认为当前的项目资源保有量是更恰当的。公司具有在短期内进一步扩充项目资源的能力，但管理层认为，公司可以选择更合理的时机、以更有利的方式来体现这一能力”。同样的论述在2007年3季报中又出现了一次，由此可见公司对这一问题的重视程度和态度之坚决。众所周知，公司董事长王石先生是最早提出“拐点论”的房地产企业高管。因此，人们有理由相信万科不会因为高价拿地遭受太多的损失。

万科2008年年报中的下列陈述可以看做对我上述疑问的回答。

外界对万科的预测能力，或许给予了过高的评价或期望。而与之相伴而生的是另一个疑问：既然万科早在2007年年中，就已经过市场的过热作出了预警，那为何在2007年的下半年，万科依然购置了一些高价土地？万科是否存在言行不一的情况，万科的执行力是否存在问题？

多年以来，房地产一直备受关注，而万科始终生活在聚光灯下。这提升了万科的影响力和号召力，尤其在进入新城市的时候，它为万科业务的迅速展开提供了助益。但另一方面，万科的一举一动，其中包含的信息，却也都存在被舆论放大的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万科在2007年下半年的购地行为，被舆论所高度关注。但万科放弃的地块有多少，恐怕并不为外界所知。而万科在2007年销售额增长超过一倍的情况下，购置土地面积反而低于2006年，这一事实则多少被忽略了。

2007年土地价格出现了远高于房价的大幅上涨，到下半年更达到了历史的顶峰。在这样的情况下，企业除非完全停止购地，否则购入的一定是高价土地。

但完全停止购地，这是一个不容易作出的决定。土地不同于其他的生产原料，难以从市场上随时购得，企业如不能提前购入一定量土地，经营的持续性都会遭遇挑战，更遑论发展。而万科是全球大型住宅企业当中，土地保有年限最短的企业之一；从2004年开始，万科每年年底的土地储备量，都低于未来两年的开工量。对万科而言，完全停止购地，是一个非常极端的决定。

作出极端行为，是一种大胆、但风险很高的经营风格。极端行为可能带来伟大的成功，但也可能招致致命的失误。从万科的企业性格来看，稳健经营是万科一贯坚持的风格。恐怕我们宁可放弃伟大成功的机会，也要确保不犯下致命的错误。

万科的上述阐述，有其合理的一方面——企业经营者所承受的压力之大，是普通投资者体会不到的。不过，从另一方面来说，与全球大型住宅企业相比，万科土地保有年限最短也有其必然性——国内企业不能像美国房企那样可以通过期权方式拿地，而且，政府还要求企业在拿到地后两年之内必须进行开发。

时至今日，我依然认为万科2007年拿的高价地太多。如果确实如万科所言，“从2004年开始，万科每年年底的土地储备量，都低于未来两年的开工量”。那么我们可以认为，当时公司管理层对房地产市场的增长预期过于乐观了。假设万科当年新增的土地储备均在两年后开工，据此可以估算出其隐含的开工（年）增长率，2007年为21.26%。事实则是，两年后（2009年）万科实际开工面积仅为560.9万平方米，比2007年还下降了27.78%（见表5-24）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-24 万科 2004～2010 年开工面积和新增土地储备面积

（单位：万平方米）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
开工面积	240.4	259.3	500.6	776.7	523.3	560.9	1 248.0
开工面积同比增长（%）	35.82	7.86	93.06	55.15	－32.63	7.19	122.50
新增土地储备面积	397.0	651.2	1 222.0	1 142.0	679.5	1 332.0	2 962.7
新增面积/开工面积	1.65	2.51	2.44	1.47	1.30	2.37	2.37
隐含开工增长率（%）	28.51	58.47	56.24	21.26	13.95	54.10	54.08
土地储备面积	844.0	1 209.0	1 851.0	2 163.0	2 281.0	3 063.0	——
储备面积/开工面积	3.51	4.66	3.70	2.78	4.36	5.46	

万科对房地产行业的长期成长性持乐观态度。即便是在 2008 年，在承认这一年与 2007 年的反差极为强烈的同时，年报中仍有如下语句。

那么，打破高收益神话后，中国房地产行业的吸引力究竟何在？其实，这个行业真正的价值，从来都不在于高收益率，而在于其高成长性。它真实的魅力，也根本不在过去，而在未来。作为人口最多、迅速崛起的经济大国，最终问鼎世界经济舞台王座的中国行业，可能不止一个。而在它们当中，成长空间如此之大、目前的集中度却又如此之低的，则首推房地产。

虽然长期有着极大的成长空间，但不可否认的是，房地产行业是一个周期性行业，因此，中短期完全有可能出现增速下滑甚至为负的局面。对此，无论是企业的经营者还是投资者，都要有清醒的认识。

从财务方面来看，虽说万科 2007 年新增的土地储备面积还不如 2006 年多，但从现金流量表数据来看，公司 2007 年经营现金流较之前降幅颇大（见表 5-25）。

表 5-25 万科 2004～2010 年现金流 （单位：亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
经营活动产生的现金流量净额	10.49	8.43	－30.24	－104.38	－0.34	92.53	22.37
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	92.62	126.69	190.63	447.13	427.83	575.95	881.20
购买商品、接受劳务支付的现金	68.06	84.11	174.54	461.71	302.18	345.60	666.46
投资活动产生的现金流量净额	－4.59	－3.78	－15.52	－46.04	－28.44	－41.91	－21.92
筹资活动产生的现金流量净额	15.74	－3.53	120.64	213.61	58.66	－30.29	130.25
其中：吸收投资收到的现金	0.00	0.00	55.02	119.50	4.73	8.29	19.79

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年、2007年万科经营活动产生的现金流量净额出现较大的负值，之所以会这样，是因为现金流出比流入增长得更快。2006年、2007年万科销售商品、提供劳务收到的现金同比分别增长50.47%和134.55%，不可谓不快。然而公司购买商品、接受劳务支付的现金增长却更加剽悍，分别是107.51%和164.53%！究其原因，可以归为两条：在价的方面，房价快速上涨，而地价上涨更快；在量的方面，由于当年销售增长，公司预期未来两三年销售仍将快速增长，于是需要储备的土地更多。

如果未来房地产市场还将出现类似2006年、2007年那样火爆的情况，我建议房地产开发企业的经营者要敢于放弃短期高速成长带来的诱惑，放慢购地的步伐。这样做很可能损失一部分短期利益，正好比保守的价值投资者往往在牛市最疯狂的阶段过早地离场，但从长期来看，我认为这是正确的做法。

对企业来说，放弃眼前的利益是一件很难做到的事情，但也唯有如此，才能将优秀和平庸的经营者区分开来。更进一步说，放弃眼前利益更有利于筑就持续竞争优势。以万科为例，从2009年开始，年报中出现了“战略纵深”一词。

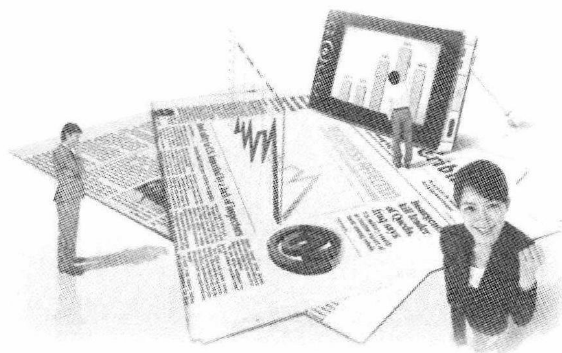
> 在项目投资上，公司将继续保持谨慎的拿地态度，发挥“战略纵深”优势，综合运用各种合作渠道，继续致力于盘活市场存量土地，以合理价格获取优质土地资源，以保障各城市和区域的均衡发展，争取使公司持有项目资源稳定在满足未来三年开发所需的水平上。

2010年2月，在接受记者采访时，谭华杰先生表示，“2009年一线城市的地价居高不下，符合我们标准的项目不多，但我们利用‘战略纵深’优势，在二三线城市获取了足够支持公司未来成长的项目资源”。

时至今日，万科的商业模式已经被归结为——集中精力做主流住宅，快速周转，并且有相当的“战略纵深”。这表明万科在市场环境发生变化后，能够迅速改变经营策略以适应环境。

不过，如果万科能在2007年就向二三线城市发展岂不更好？如果不是在2006年、2007年两次增发融资募集了超过140亿元的资金，对市场的成长预期没有那么乐观，万科的“战略纵深”新战略或许会更早地诞生吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章

杜邦分析几乎误导了我

杜邦分析是投资者喜欢使用的一种财务分析方法，这种方法是一种综合分析方法，它利用若干相互关联的指标对营运能力、偿债能力及盈利能力等进行综合性的分析和评价。我一直认可这样的观点——“杜邦分析法有助于企业管理层更加清晰地看到权益资本收益率的决定因素，以及销售净利润率与总资产周转率、债务比率之间的相互关联关系，给管理层提供了一张明晰的考察公司资产管理效率和是否最大化股东投资回报的路线图。”

尽管杜邦分析法存在缺陷，如归属于上市公司股东的净利润与营业收入的口径不是太匹配（后者包含少数股东的部分而前者没有），再如投资收益可能会极大程度地影响净利润率。但我一直认为自己可以克服这些缺陷，不会被误导。然而，在对青岛啤酒（600600）和燕京啤酒（000729）作比较分析时，杜邦分析还是几乎误导了我（见表6-1）。

两家公司的权益乘数和净利润率相差无几，而总资产周转率差别极大。单看表6-1的数据我们可能会认为青岛啤酒之所以比燕京啤酒获得了更高的净资产收益率，主要是因为它的营运能力更加出色。然而，事实果真如此吗？请再看表6-2和表6-3的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表6-1 青岛啤酒和燕京啤酒2010年杜邦分析 （单位：亿元）

	青岛啤酒	燕京啤酒	青岛啤酒/燕京啤酒
净资产收益率（%）	15.83	9.42	1.68
权益乘数	1.85	1.79	1.03
总资产收益率（%）	8.55	5.25	1.63
总资产周转率	1.12	0.70	1.59
净利润率（%）	7.64	7.48	1.02
营业收入	198.98	102.98	1.93
净利润	15.20	7.70	1.97
总资产	177.77	146.71	1.21
净资产	96.03	81.75	1.17

表6-2 青岛啤酒2005~2010年部分经营指标

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010年比2005年增长(%)
销量（万千升）	408	454	505	538	591	635	55.64
其中：青岛啤酒品牌	133	163	193	240	295	348	161.65
青岛啤酒占销量比重（%）	32.60	35.90	38.22	44.61	49.92	54.80	
啤酒销售收入（万元）	1 001 986	1 167 716	1 352 989	1 578 138	1 776 054	1 961 415	95.75
平均售价（元/千升）	2 456	2 572	2 679	2 933	3 005	3 089	25.77

表6-3 燕京啤酒2005~2010年部分经营指标

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010年比2005年增长(%)
销量（万千升）	285	333	384	401	446	503	76.49
其中：燕京啤酒品牌	140	155	200	224	268	未披露	
燕京啤酒占销量比重(%)	49.12	46.55	52.08	55.86	60.09	60%以上	
销售收入（万元）	519 798	596 121	696 001	775 535	901 590	976 982	87.95
平均售价（元/千升）	1 824	1 790	1 813	1 934	2 022	1 942	6.49

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

青岛啤酒2010年销售啤酒635万千升，是燕京啤酒的1.26倍，而其总资产为燕京啤酒的1.21倍，据此来看，青岛啤酒的营运能力和燕京啤酒其实相差无几。

另一方面，2010年青岛啤酒的平均售价为3 089元/千升，是燕京啤酒的1.59倍。尽管两家公司的毛利率差不多——分别是43.69%和42.16%，但与售价相乘后我们会发现，青岛啤酒销售1 000升啤酒的毛利为1 350元，而燕京啤酒仅为819元，青岛啤酒是燕京啤酒的1.65倍。由此来看，销售利润高（而不是营运能力强）才是青岛啤酒净资产收益率更高的主要原因。

分析过去几年的经营数据，很显然青岛啤酒一直致力于提高“青岛啤酒”这一主品牌在公司总体销量中的比重，与2005年相比，2010年这一比重提高了22.2个百分点；与之相比，燕京啤酒主品牌占公司总体销量的比重只提高了约10.88个百分点。于是，我们发现，燕京啤酒销售收入的提高更多是依靠销量的增长，平均售价提高的作用很小，而相比之下青岛啤酒平均售价提高对公司销售收入提高的贡献要大得多。

显然，过去几年两家公司的发展战略并不相同，但有趣的是，它们都声称在实行“1+3”的品牌战略。由此来看，会计数据能够帮助我们正确地认识企业实施的是什么战略以及战略实施的结果，但仅仅从资产负债表和利润表中取数的杜邦分析并不总是正确，换言之，我们需要更多的数据才能正确地认识一家公司。

再说一些题外话。2011年1月10日，青岛啤酒发布公告称公司副总裁兼营销中心总裁严旭女士因个人原因辞去所任职务，改任高级营销顾问。公告中还说，公司董事会对严旭女士加盟青啤12年来，带领营销团队积极开拓国内和国际市场，全力推进青啤市场整合及“3+1”产品品牌整合和卓有成效的体育营销等市场推广活动所做出的重要贡献表示充分肯定，对严旭女士锐意进取、拼搏奉献并取得卓越的成绩表示衷心感谢。

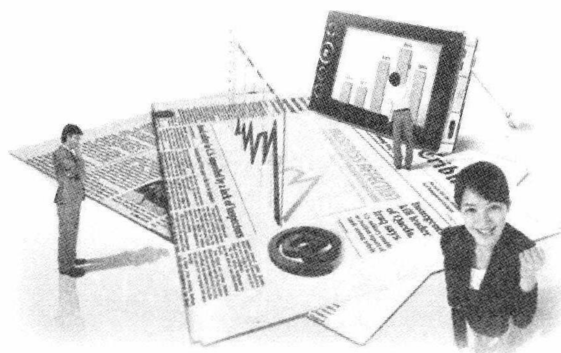
对严旭的辞职，一些分析人士认为是青岛啤酒战略转型的表现，如中投顾问食品行业研究员周思然认为，严旭的离职或将促使青岛啤酒未来改变营销战略。此前，青岛啤酒贯彻“1+3”的品牌战略规划，重视企业内部的整合，因此扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张之路有所放缓，与华润雪花产生较大差距。未来，青岛啤酒将加速扩张步伐，可能再次进入规模快速扩张的道路。

如果事实果真如此，恐怕今后青岛啤酒的年报数据就会呈现出另一种面貌了。然而，规模扩张真的是必然的选择吗？对公司的股东来说，战略转型又将意味着什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 7 章

创造我们自己的财务指标

我很推崇宋代名将岳飞的一句话——阵而后战，兵法之常，运用之妙，存乎一心。财务指标对投资者的作用，就好比阵法对于大将的作用，然而高明的将军绝不会被阵法束缚住，排不开阵就不会打仗，投资者自然也应如此。我们学习财务指标达到一定的境界，为了更好地分析上市公司，还应该创造出属于我们自己的财务指标。毕竟，当初创造经典财务指标的人也不是“前知五百年，后知五百载”的圣人，创造出的指标无法满足所有人的需求。

根据个人粗浅的经验，我认为新的财务指标被创造出来往往是在两种情况下：一种是有了新数据；另一种是有了新思路。

迄今为止，中国证券市场已经有了 20 多年的发展历史，与前些年相比，投资者能够获得的财务信息的质量和数量都强得太多。检视一下教科书上的经典指标，几乎都是可以用资产负债表、利润表和现金流量表上的数字计算出来的，而事实上，上市公司年报中披露的财务数据远不止上述三张报表，对有心的投资者来说，还有很多以往（因无法获得而）不被关注的财务信息宝藏值得挖掘。

以应收账款为例，以前我们只能算算周转率，但现在可以有更多的内容挖掘，于是可以设计出新的财务指标来（参见本书第 5 章中“应收账款不能只算周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转率”一节）。

如果我们受到启发，产生了分析上市公司的新思路，以新的视角来观察数据，也会创造出新的财务指标。例如，汤谷良教授受金融企业利用压力测试这一工具来衡量它们对于异常事件的潜在抗风险能力的启示，提出工商企业也可以导入压力测试，并以自由现金流（FCF）作为企业风险预警测试模型[⊖]。汤教授认为：

基于 FCF 的压力测试系统可以根据 FCF 的组成部分分为四个模块：EBITDA、营运资本、长期投资和外部融资（尤其是负债融资）。企业可以依据影响这四个方面的情景对自身的经营状况进行情景测试，分别预测每种情况对于这四方面的影响。另外，还可以对这四个量化的指标进行敏感性测试，分析这些指标的波动情况是否在企业的风险承受范围之内。

我非常认可汤教授的这个思路。以房地产开发企业为例，根据教科书上的经典财务指标对其财务风险进行评估，很难取得令人满意的效果——资产负债率没有考虑预收账款的特殊性、流动比率受会计处理的影响几乎完全失效（很可能需要一年以上时间才能变现的存货也计入流动资产，以至于很少有房企流动比率小于 1）、净负债率只考虑有息负债未免过于片面……

然而，按基于 FCF 的压力测试系统来对房企进行风险评估就没有上述缺陷，当然，这已经不是单一的指标，而是一系列的指标，需要做更多的计算。然而，在我们计算出结果后，对突发事件的反应速度就会大大增强。例如，有的房企现金流更多来自预收账款，而有的则更多来自银行借款，那么，当国家出台相关政策如限购或限贷时，我们就能够知道对谁的影响更大。

此外，还有一类新的财务指标，只适用于特定的行业或者企业。要创造这一类指标，需要对被分析的公司有深入了解。以承德露露（000848）为例，这家公司的历史数据显示出一个特点——营业收入与当年春节来得早晚高度相关。

我是在 2011 年下半年开始关注承德露露的。2011 年上半年，承德露露（000848）实现营业收入 9.63 亿元，同比下降 1.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.10 亿元，同比下降 10.66%。承德露露上半年的经营业绩低于市场

⊖ 汤谷良．战略财务的逻辑：我的偏执［M］．北京：北京大学出版社，2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均预期，长江证券的一份研究报告认为，“2011 年上半年……植物蛋白饮料销售收入为 9.62 亿元，同比下降 1.13%，主要系公司产能瓶颈制约”。无独有偶，华泰联合证券的一份研究报告也认为，“短期公司受制于产能瓶颈（淡季产能充裕，但是郑州厂投产、承德厂区搬迁依次展开，推动公司明后年成长”。

不过，从半年报数据来看，承德露露上半年收入下降应该不是因为产能不足。众所周知，2011 年以来我国物价上涨明显，在这种情况下，除非承德露露有大规模的降价促销活动，否则销售收入的下降必然意味着销量也在下降（事实上，公司在 2010 年 10 月份将其产品的售价提高了 10%，因此，2011 年上半年的价格理应高于上年同期）。如果公司的产能能够支撑 2010 年上半年的销售，又怎么会不能支撑 2011 年的销售？

对于收入下降的现象，我特意打电话向承德露露证券部的工作人员咨询，他们的解释是——公司产品在春节期间销量极大，而今年春节比去年来得早，销售旺季时间缩短，从而导致销量下滑。

分析最近 5 年的数据，我认为，上述解释是有道理的。2007 年和 2010 年，春节都比往年来得晚，这两年的营业收入增幅都不小；相反，2009 年春节早到，收入就出现下降。唯一的例外是 2008 年，春节早来，营业收入反而小幅上升——这也是可以理解的，春节日期不应该是影响收入增减的唯一因素（见表 7-1）。

表 7-1 承德露露 2006～2011 年历年上半年营业收入（单位：亿元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入	6.06	8.25	9.07	6.98	9.80	9.63
同比增长（%）		36	10	-23	40	-2
春节日期	1 月 29 日	2 月 18 日	2 月 7 日	1 月 26 日	2 月 14 日	2 月 3 日
春节比上一年晚来天数		20	-11	-12	19	-11

在这种情况下，我们评价承德露露管理层的工作成果，就不能只看营业收入、净利润、净资产收益率这些数据。在我看来，春节期间营业收入占全年收入的比例是一个与比上述指标同等重要甚至可能更重要的指标。如果承德露露某一年营业收入和净利润同比增长，但主要是因为春节来得晚，春节期间营业收入占全年收入的比例大，那就不应给予过高的评价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们无法获得承德露露春节期间销售收入的数据，但可以用1季度数据作为替代。从近几年的数据来看，在剔除春节期间长短这一因素外，承德露露1季度营业收入占全年收入的比例没有太大的变化（见表7-2）。

表7-2 承德露露2006～2010年1季度营业收入占全年比例

（单位：亿元）

	2006	2007	2008	2009	2010
1季度营业收入	4.77	6.54	7.40	5.63	8.46
全年营业收入	11.10	13.94	15.17	13.29	18.16
1季度收入占全年比例（%）	43	47	49	42	47

很多饮料都具有季节性，如近年来红遍全国的王老吉，作为凉茶，人们更多是在夏季炎热时饮用。然而，好的创意可以让人们在更多的时候喝这些饮料——“怕上火就喝王老吉”使得在北方冬季喝王老吉也有了充足的理由，这对王老吉全年销售收入增长的贡献是可以想象的。从“冬天喝热露露，夏天喝冰露露”这句广告词来看，承德露露也有类似的企图，只是效果一般。

如果将来有一年承德露露营业收入同比持平或者增幅极小，但1季度营业收入占全年收入的比例降幅巨大，我会认为这是一件大好事。

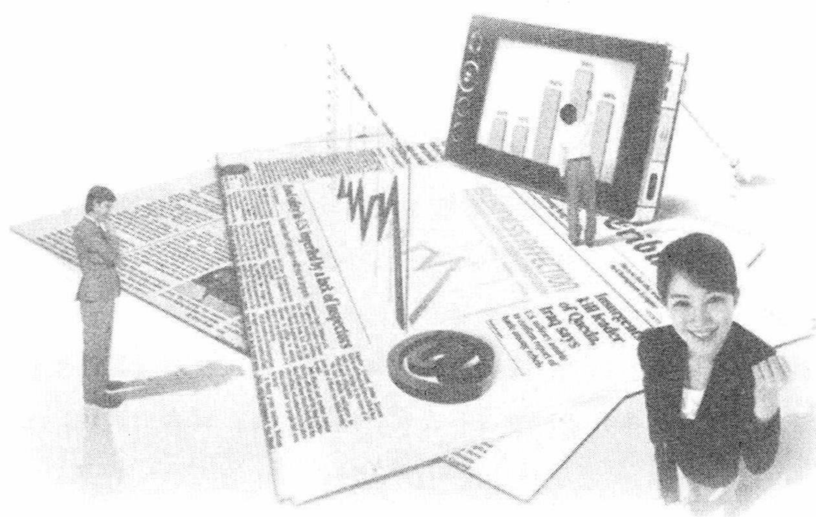
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

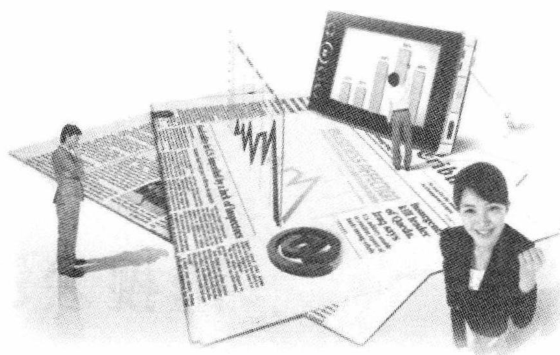
第二部分

透视会计数字

第 8 章　看透会计利润
第 9 章　需要特别注意的事项



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章

看透会计利润

会计利润与企业内在价值并非总是同进退

对大部分投资者而言，上市公司最重要的财务指标是每股收益，估值指标则为根据每股收益计算的市盈率。我们在第一部分讨论的财务指标，绝大多数也是根据会计利润和其他会计数字计算出来的，如最重要的财务指标——净资产收益率。

不过，在历年来写给股东的信中，巴菲特却没有少批评会计准则，他在 1986 年致股东的信中还这样讲。

怀疑 GAAP[⊖] 数值在某些人看来有些不敬。毕竟，如果不是为了了解企业的“实情”，那么我们付钱给会计师是为了什么？但是，会计师的工作是记录，而不是估值。估值工作是投资者和经理的事儿。

会计数字当然是商业语言，而且为任何评估企业价值并跟踪其进步的人提供了巨大的帮助。没有这些数字，查理和我就会迷失方向：对我们来说，它们总是

⊖ 即 generally accepted accounting principles，一般公认会计原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估自己的企业和他人企业的起点。但是，经理和所有者们要记住，会计仅仅有助于业务思考，永远不能取代业务思考。

只关注或过于关注每股收益的投资者理应从巴菲特的上述忠告中警醒。

下面，我们来看两个有趣的案例。

案例之一是福建水泥（600802）。2009 年 5 月 19 日，福建水泥发布《2009 年半年度业绩预告修正公告》称其业绩将大幅增长，由原预计亏损 4 500 万 ~ 6 000万元修正为预计净利润 1 500 万元以上。

为什么福建水泥上半年的业绩会大幅增长呢？原因如下所示。

2009 年 5 月 14、15 日，本公司通过上海证券交易所交易系统累计出售所持兴业银行股份有限公司（证券简称：兴业银行，证券代码：601166）股票 423 万股，累计交易金额 11 692.47 万元，平均交易价格为 27.642 元/股，实现投资收益约 11 181.01 万元。

在同一则公告中披露的以下信息就令投资者不解或者愤怒了。

2009 年 5 月 19 日，本公司通过上海证券交易所交易系统累计买入兴业银行 423 万股，累计使用金额 12 227.93 万元，平均买入成本为 28.907 元/股。本次买入后，本公司持有的可供出售的金融资产即兴业银行股份数量未发生变化。

福建水泥在短短数日内低卖高买相同数量的兴业银行股票，大概很难称得上高明的投资行为。不过，按会计准则，公司却因此增加了 1.12 亿元的税前利润。但是，这样的会计利润增加，以及因此导致的公司股票市盈率降低有意义吗？

如果说福建水泥的上述投资收益投资者还可以作为非经常性损益在计算市盈率时从净利润中剔除，那么下一个案例就不那么容易处理了。

2009 年 4 月 30 日，格力电器（000651.SZ）发布了一则《关于因所得税税率变化调整 2008 年年度财务报告的公告》。公告称，公司及子公司珠海凌达压缩机有限公司、珠海格力电工有限公司获高新技术企业认定。自 2008 年起可以享受长达三年的企业所得税优惠（税率为 15%）。然而在此前，格力电器已披露了按 18% 税率核算的 2008 年年报。公司根据新税率对年报进行了调整。不过，调整的结果是税后利润不增反减，这是因为格力电器的递延所得税资产从 9.60 亿元调整到 7.25 亿元，减少了 2.35 亿元。因此，尽管公司的应付税费减少了9 902 万元，此项调整最终还是使得年末归属于母公司所有者的权益和当年净利润减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了1.36亿元。

所得税税率降低对格力电器当然是好事，可是公司2008年的每股收益却从1.68元下降到了1.57元，市盈率当然也会相应变高。问题是，这降低的每股收益真实地反映了公司价值的变化吗？这更高的市盈率能够说明公司股票价格比从前高估了吗？答案当然是否定的。

这两个案例，一个是企业内在价值受损而（会计）利润增加，一个是企业内在价值上升而（会计）利润减少。由此足以证明会计利润并非总是与企业内在价值同进退的，因此，透过会计数字发现企业经济活动的本质并分析对企业内在价值的影响才是最重要的。

最后，我们对格力电器案例中的所得税稍作解释。根据新企业会计准则，企业利润表中的所得税费用＝当期所得税＋递延所得税，其中当期所得税为企业按照税法规定计算确定的针对当期发生的交易和事项，应交纳给税务部门的所得税金额；递延所得税指按照所得税准则规定应予确认的递延所得税资产和递延所得税负债在期末应有的金额相对于原已确认金额之间的差额，即递延所得税资产和递延所得税负债当期发生额的综合结果。

对没有学习过企业会计准则的读者来说，可能难以理解递延所得税的概念，我们结合案例来看可能会清楚些。格力电器2008年年度调整前年报对所得税费用的详细披露如下。

所得税费用

项　　目	本年数
1. 本年所得税	702 222 789.94
2. 递延所得税费用	-424 042 996.15
3. 本年所得税费用	278 179 793.79

其中“本年所得税”即为准则中的“当期所得税”，为交纳给税务部门的所得税金额。那么，为什么利润表中所得税费用要比实际应交的金额少很多呢？这是因为，格力电器预提了很多费用（计入“其他流动负债”），由于这些费用尚未实际支付（但是在利润表中已计入成本或费用），税务部门不允许公司在计算当期应交税金时扣除这些费用（即视同没有这些费用）（见表8-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 格力电器2008年年末的其他流动负债 （单位：亿元）

项目	年末数	年初数	结存原因
安装费	2.24	2.08	尚未结算
维修费	4.69	4.29	尚未结算
佣金	0.24	0.16	尚未结算
销售返利	34.59	15.05	尚未结算
租赁费			尚未结算
水电气费	0.02	0.01	尚未结算
递延收益	0.15	0.09	
其他	0.03	0.01	尚未结算
合计	41.96	21.69	

不过，按税务部门的算法，格力电器的企业所得税税率就太高了，会低估公司的盈利能力。格力电器2008年税前利润为24.06亿元，当期所得税为7.02亿元，按此计算税率为 $7.02 \div 24.06 = 29.18\%$，这个结果甚至超过了一般企业25%的税率。然而，即使是在获得高新技术企业认定之前，格力电器也享受18%的优惠税率。

由于按税法计算的所得税费用有上述弊端，会计准则引入了递延所得税的概念，其目的就是使利润表中所得税费用和税前利润更加匹配。在这种观念下，格力电器已经计入当期损益的巨额预提费用未来实际发生时不会再对利润产生影响，却会使得公司实际应缴纳的企业所得税减少，因此被视为一种资产——递延所得税资产。以2008年年末41.96亿元的其他流动负债金额计，未来可少交 $41.96 \times 18\% = 7.55$ 亿元的企业所得税。然而，由于适用税率降低到15%，格力电器的递延所得税资产也随之减少了。格力电器其他流动负债的金额（41.96亿元）大于税前利润（24.06亿元），使得税率降低对2008当年净利润的影响为负。

限于篇幅以及个人能力，对所得税准则我不再作进一步的解读，请有兴趣的读者自己学习。

关注长期平均盈余

很多市场参与者高度关注上市公司的短期业绩，或许正是因此如此，一些上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司才喜欢玩弄会计游戏，如“洗大澡”——通过有意压低坏年景的业绩，将利润推迟到下一年度集中体现，以达到下一年度业绩大增的目的。

价值投资者对上述会计游戏极度厌恶。巴菲特的老师格雷厄姆在其名著《聪明的投资者》中专门用了一章讨论《每股盈余的相关问题》，他向投资者提出两项忠告：“第一，不可过于认真地看待单一年份的盈余数字。第二，如果你过度重视短期盈余，则必须留意每股盈余数字所隐藏的陷阱。”随后，格雷厄姆以美国铅业公司为例，对一些美国企业在1970年年末计提特别费用作了抨击。

在1970年上半年，股票市场的表现无异于一场浴血战。人们预期大部分企业在该年的业绩都不会太理想。华尔街则预期1971年、1972年的情况才会好转。在如此恶劣的年度尽可能提列费用是多么理想的安排，因为人们在心理上认定已经冲销，而且已经成了往事，因此未来几年将是一片坦途，留下丰厚的盈余数字。这或许是杰出的会计制度、理想的企业政策，并且能维系良好的股东关系。但是，我们的疑惑却挥之不去。

格雷厄姆还给出了解决上述问题的办法。

以往，分析师与投资者十分重视过去长期的平均盈余——通常是7～10年。这项“平均值”极有帮助，可以将景气循环的起伏波动平滑化；相对于最近一年的盈余数字，平均盈余让投资者更加了解企业的真正获利能力。平均化的过程还有一项优点，它几乎可以解决所有因为特别亏损与收益而引发的问题。它们都必须纳入平均盈余中。

格雷厄姆的关注长期平均盈余是一个非常好的主意，根据我的体会，这个方法在A股投资中也可以起到相当大的作用。

第一个用途是评估周期股的价值。投资周期股的难度比非周期股要大，许多投资者因此对周期股敬而远之。投资大师彼得·林奇说，“周期股的游戏需要猜想和直觉，在这些股票中赚钱需要双倍的技巧……如果没有相关行业的工作经验，踏不准它的节奏，投资这类周期性公司是相当危险的。”[⊖]

虽然如此，林奇并没有放弃对周期股的投资，他最常为人们引用的关于投资周期股的观点如下。

⊖ 彼得·林奇，约翰·罗瑟查尔德. 战胜华尔街［M］. 刘建位，徐晓杰，李国平，等译. 北京：机械工业出版社，2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对大多数股票而言低市盈率是好事，但周期性股票并非如此。如果周期性公司的市盈率开始变得很低，那么这很可能是一个标志，预示着它们已经接近高潮的尾声。粗心大意的投资者可能浑然不觉而继续持有股票，因为公司经营仍然运转良好，公司的收入仍然不菲，但是这种情况马上就会改变。聪明的投资者此时已经在卖出股票了，以避免大跌的风险。

对于大多数股票来说，高市盈率是坏事，但对周期性行业的公司反而再好不过。通常，它意味着公司正在走出最难熬的困境，不久业务就会改善，收入也会超出分析家们的预期，基金经理们也要马上开始坚决地建仓。这样，股票价格必将稳步高走。

林奇的上述观点看上去很有道理，却难以实践。以宝钢股份（600019）为例，这家公司2011年9月28日发布公告称，“2011年9月27日，宝钢集团通过上海证券交易所交易系统买入方式增持本公司股份20 000 049股。”作为大股东的宝钢集团买入公司股票，对宝钢集团的股价确实是一大利好，但是，普通投资者能否跟风买入呢?

我们来看看这是否林奇所说的可以买入周期股的机会。2011年9月27日宝钢股份成交均价为5.09元，而其2010年每股收益为0.74元，这样算下来市盈率为6.88倍，并不高。或许，林奇说的是动态市盈率——根据宝钢股份2012年1月14日公布的业绩快报，其2011年每股收益为0.42元，这样算下来动态市盈率为12.12倍，恐怕仍然不算高。于是，我们遗憾地发现，林奇的观点对我们是否应在这时该投资宝钢股份居然没有什么帮助。

更进一点的研究发现，林奇从美国市场上总结出的经验在A股市场有些水土不服。我们假设投资者根据宝钢股份每年年末股价及当年每股收益计算的市盈率作为投资决策依据（见表8-2、表8-3），隐含的假设是在每年结束时投资者已经知道当年公司的净利润，上市公司业绩快报以及分析师预期数据的存在使得这种假设不算太离谱。

从股价涨幅情况来分析，2006年、2008年年末都是买入宝钢股份的好时机，然而，那时宝钢的市盈率都比较低；等到2007年、2009年年末市盈率较高时买入，则一年后会大幅亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2 宝钢股份每股收益、股价、市盈率和股价涨幅

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
归属于上市公司股东的净利润（万元）	1 307 714	1 271 833	645 921	581 623	1 288 908	730 200
总股本（万股）	1 751 205	1 751 205	1 751 205	1 751 205	1 751 205	1 751 205
每股收益（元）	0.75	0.73	0.37	0.33	0.74	0.42
年末收盘价（元，前复权价）	7.40	15.31	4.18	8.94	6.09	4.85
当年股价涨幅（%）		106.90	-72.72	114.03	-31.83	-20.42
市盈率1	9.91	21.08	11.33	26.92	8.27	11.63
7年平均每股收益（元）	0.42	0.50	0.53	0.55	0.60	0.58
市盈率2	17.47	30.43	7.82	16.33	10.22	8.38

注：每股收益系根据当年净利润/2011年年末总股本求得；市盈率1为年末收盘价/当年每股收益；市盈率2为年末收盘价/7年平均每股收益。

表 8-3 宝钢股份每股收益

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
归属于上市公司股东的净利润（万元）	299 210	256 121	427 193	697 572	939 523	1 266 553
总股本（万股）	1 751 205	1 751 205	1 751 205	1 751 205	1 751 205	1 751 205
每股收益（元）	0.17	0.15	0.24	0.40	0.54	0.72

如果我们按照格雷厄姆的指教，以根据7年平均收益算出的市盈率2作为依据，则会认为2008年年末是很好的买入时机。但这种方法也存在不足，例如，可能会在2010年年末也买入，这样会遭受一定的损失；可能不敢在2006年年末买入，从而踏空2007年。然而，毕竟2010年年末买入的损失幅度要远远小于2007年、2009年年末买入，2007年疯狂的牛市也确实有一些保守的价值投资者踏空了，而2007年收获巨大的投资者往往在2008年又将盈利吐了出来。

从宝钢股份的案例来看，格雷厄姆关注长期平均盈余的观点显然比林奇的观点更适合于A股市场，也更符合价值投资的传统观念。

第二个用途是正确看待不易划分的收益。格雷厄姆的原意是以长期平均盈余来冲淡会计游戏对短期业绩的影响，但是我发现，这一做法对由公司业务特殊性引起的短期业绩波动也有不错的效果。以华兰生物（002007）为例，这家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2011 年业绩不佳，营业收入同比下降 23.80%。[1]对于营业收入下降，华兰生物在业绩快报上的解释是——“主要原因系甲流疫苗 2010 年实现营业收入 30 873 万元，而 2011 年无甲流疫情，甲流疫苗营业收入大幅下降，实现营业收入 1 172 万元。”然而在 2009 年，情况又大不相同——“报告期内营业收入较上年同期增长 156.86%，主要原因为本公司之子公司华兰生物疫苗有限公司甲流疫苗产品上市销售使得收入增加。”

2009 年开始，甲型 H1N1 流感在全球范围内大规模流行。2010 年 8 月，世卫组织宣布甲型 H1N1 流感大流行期已经结束。然而，甲流对华兰生物业绩的影响却延续到了 2011 年甚至更晚——2012 年 2 月 14 日，华兰生物发布公告称收到国家收储甲型 H1N1 流感疫苗部分货款 7 855 万元，而其已在 2010 年对全部国家收储疫苗 714 万剂计提了存货跌价准备，对部分国家收储疫苗货款的收回将对公司 2012 年业绩产生积极影响，而剩余部分货款有可能在更晚收回，即还将对未来业绩产生影响。甲流疫苗使得华兰生物这几年的业绩大幅波动是毋庸置疑的。

一个有趣的问题是，我们应该怎样看待华兰生物的甲流疫苗收入？它属于经常性损益还是非经常性损益？华兰生物在年报中并没有将甲流疫苗收入作为非经常性损益。但与其他经常性损益相比，显然这项收入难以持续获得；而如果我们认为它是非经常性损益，它又未必符合非经常性损益的定义。

按证监会的定义，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，会影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

甲流疫苗业务显然是华兰生物的正常经营业务，问题是，它会影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断吗？如果我们只关注公司每年的每股收益及其变动情况，答案是肯定的；然而一个理性的投资者应该能够在甲流大流行期结束后意识到华兰生物的这项业务收入将大幅减少，这样答案又是否定的。

格雷厄姆关注长期平均盈余的观点是解决上述问题的一个好的思路。我们可以不在定义方面作过多的纠缠，而是要下工夫大致估计一下华兰生物有可能在多长的时间范围内获得一次类似甲流疫苗这样的收入，并将这一因素纳入对公司历

[1] 根据 2012 年 2 月 28 日公布的业绩快报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史业绩的评价以及对未来业绩的预测。

重视“所有者收益”

巴菲特对会计利润颇有看法，那么，他是否有更好的指标呢？答案是——所有者收益。按他在致股东信中的阐述，所有者收益包括（a）报告收益[⊖]，加上（b）折旧费用、折耗费用、摊销费用和某些其他非现金费用，减去（c）企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本化开支，等等。

巴菲特认为，“大多数经理很可能会承认，在更长的时期中他们需要在企业上投入比（b）更多的资金，这样做仅仅是为了坚守企业的单位产量和竞争地位。如果有这种必要——也就是，如果（c）超过（b）——那么 GAAP 收益就会夸大所有者收益。”

考虑到通货膨胀因素，我们很容易就能理解巴菲特为什么会有上述观点。A 股市场上资本支出惊人的案例相当多。不久前，有网友请我对宇通客车（600066）的配股一事发表看法。

请教孙老师一个问题。今天宇通客车召开股东大会表决配股问题，拟募集（资金）不超过 25 亿，可是宇通的净资产才 21.5 亿（2010 年三季），相当于再建一个宇通了。如果效益不如预期怎么办，而且这么快的增长，管理层能应付过来吗？另外现有的净资产就可以支持 4 万辆的年产量，而融资 25 亿为什么只增加了 1 万产量。我已经投了反对票。不知孙老师对这种大量融资怎么看。

我的回答如下。

一次融资相当于将净资产翻倍，宇通客车此举确实有激进之嫌。我对这个行业了解不多，主要从财务角度对你的观点发表一下看法。

现有的净资产可以支持 4 万辆的年产量，而融资 25 亿元只增加 1 万辆的产量——这种比较不够科学。

我认为，比较新增产能与原有产能对应的固定资产和无形资产（主要是土地使用权）更为合理。注意，要用原值去做比较，因为固定资产和无形资产的原值

⊖ 即会计利润，利润表中归属于母公司所有者的净利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才是企业最初耗费的成本（见表8-4）。

表 8-4

	原有	新增
产能（万辆）	4	1
固定资产原值（亿元）	17.51	
土地使用权原值（亿元）	2.34	
固定资产和土地使用权合计	19.85	22.39

注：固定资产和土地使用权为2010年半年报数据。

从表中数据来看，与原有产能相比，新增的1万辆产能似乎性价比并不高，与其他上市公司相比也是如此。以承德露露（000848）为例，原来30万吨的产能对应的固定资产和土地使用权为5.74亿元，而计划在郑州建厂新增产能6万吨，预计投资（除铺底流动资金外）为1.41亿元，新旧（单位）产能所耗费的资金相差不大。

由于宇通客车股东大会会议资料披露的信息较少，我们不能判断为什么新建产能这么“贵”。

不过，宇通客车配股前资产负债率较高，2010年3季度末为72.51%，不排除公司有借配股将负债率降下来的打算。

宇通客车预计增加25%的产能，却要发生超出一倍的资本支出，很显然，公司的（c）远远超出了（b），这说明公司的所有者收益远低于会计利润。从表8-5中我们还可以发现，宇通客车过去5年的净利润都不足以支付预计将产能扩大25%的资本支出，而此前，公司的折旧和摊销费用就已经不足以支付资本支出了。

表8-5 宇通客车部分经营数据 （单位：亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009	合计
净利润	1.82	2.27	4.36	5.24	5.67	19.36
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.71	1.96	2.54	5.65	2.50	13.36
固定资产折旧＋无形资产摊销	0.85	0.93	0.91	1.23	1.85	5.77

其实，不光是宇通客车，就连A股市场上出名的好公司——格力电器过去5年的折旧和摊销费用也不足支付资本支出。与宇通客车不同的是，格力电器的净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润相对于资本支出足够多，2010 年 8 月提出的增发议案也只是募集 32.6 亿元的资金（见表 8-6）。

表 8-6 格力电器部分经营数据 （单位：亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009	合计
净利润	5.17	7.02	12.87	19.92	29.32	74.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6.66	5.50	9.64	10.22	7.16	39.18
固定资产折旧 + 无形资产摊销	2.07	2.16	2.74	3.36	4.21	14.54

有趣的是，宇通客车发布公告披露配股方案细节当天（2011 年 1 月 19 日），股价大涨了 6.88%，而沪深 300 指数仅上涨了 2.26%。

前面讲过，《巴菲特教你读财报》一书对资本支出有如下看法。

巴菲特发现，如果一家公司将净利润用于资本开支的比例一直保持在 50% 以下，那么你可以把它列入具有持续竞争优势公司的候选者名单。如果该比例保持在低于 25% 的水平，那这家公司就很可能具有有利的持续性竞争优势。

但是，从巴菲特对所有者收益的定义来看，计算“（资本支出 – 折旧和摊销）÷净利润”这一比例比“资本支出 ÷ 净利润”更有意义吧！毕竟，折旧和摊销也是企业资本开支的一个重要的资金来源，而且是比净利润更先被考虑的来源。资本支出减去折旧和摊销后，才是其占用本应分配给投资者的净利润的金额。单纯计算资本开支占净利润的比例，显然会低估有着更多折旧费用的企业的价值。

需要说明的是，格力电器和宇通客车过去和未来的资本开支都不仅是维护长期竞争地位和现有产能，还有扩大生产规模以取得更高的市场占有率、赚更多的利润的目的。现实是如此复杂，以至于投资者不能简单地估计出巴菲特所说的（c），不过，若非如此，岂不满大街都是巴菲特了！

没有必要为房企估算一个“实际净利润”

有投资者不大认同房地产开发企业的报表业绩，认为那不是公司的真实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩[⊖]。

截至3季度末，万科预收账款共计1 228亿元，而前3季度结算的销售收入不足300亿元。一般来说，预收账款是上市公司用来调节利润的常用工具，有心者可以去观察一下贵州茅台（600519.SH）历年预收账款的变化。不过，房地产行业具有一定的特殊性，商品房在销售上实施预售制度，在结算时则需要以房屋交付为条件，因此不可能随意调整预收账款，但预收账款的上升通常也意味着未来营业收入的上升。基于此，在估算公司实际净利润时，可以用销售金额作为参考。需要说明的是，营业收入是指会计收入。而销售金额则是当年实际发生的收入。也就是说，销售收入中可能包含部分去年未结算的销售金额，也可能未全部包含当年的销售金额，也可能两种情况同时存在。销售金额中未结算成营业收入的部分，体现在“预收账款”项下。

2010年万科的销售面积达到897.7万平方米，销售金额突破千亿，达到1 082亿元，而利润表中结算的收入仅为507.14亿元。当年年报显示，已结算部分的净利润率为14.36%，未结算部分，无法得知其成本结构，保守起见，全年净利润率按12%计算，则2010年净利润可达130亿元。不过，当年年报显示的净利润为72.8亿元。

尽管会计准则存在不足，但我认为它对收入确认的要求无可厚非。需要说明的是，以下是企业会计准则对所有企业确认收入设立的条件，而非只针对房地产开发企业。

销售商品收入同时满足下列条件的，才能予以确认：

（一）企业已将商品所有权上的主要风险和报酬转移给购货方；

（二）企业既没有保留通常与所有权相联系的继续管理权，也没有对已售出的商品实施有效控制；

（三）收入的金额能够可靠地计量；

（四）相关的经济利益很可能流入企业；

（五）相关的已发生或将发生的成本能够可靠地计量。

很显然，房地产开发企业将房屋销售出去，而该房屋还没有竣工验收，则只

⊖ http://www.capitalweek.com.cn/article_14742_1.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能满足收入确认的第三、四个条件，达不到第一、二、五个条件。

从会计处理的角度出发，准则对确认收入的上述要求都很合理。试想，如果已被销售出去但尚未竣工的房屋发生问题，而房地产开发企业必须承担相应的损失，同时建造该房屋的成本不能可靠地核算，那么将售房款确认为收入继而确认利润绝对是不够稳健的做法。对投资者来说，对企业进行估值并不需要太过严谨，然而，如果我们作为估值基础的会计数据本身也相当不严谨，估值结果的可靠性就没有保证了。

从估值的角度出发，我也不赞成以销售金额估算出一个“实际净利润”来。

对以折现现金流法进行估值的投资者来说，如果是计算或预测自由现金流，估算“实际净利润”没有任何意义；如果是预测现金红利，因为企业是以会计利润为基础进行利润分配的，估算“实际净利润”就更加没有必要。

因此，估算“实际净利润”可能只对使用市盈率法来估值的投资者有用。不过，我感到困惑的是，如果为房地产开发企业重估一个“实际净利润”是合理的，那么，我们是否也要为其他有着大量预收账款的上市公司做同样的事情？

以轻纺城（600790）为例，这家公司2010年年末的预收款项为当年营业收入的6.14倍，而万科不过1.47倍（见表8-7）。

表8-7 轻纺城的预收款项 （单位：亿元）

	2008	2009	2010
营业收入	5.78	2.81	3.34
年末预收款项	19.16	17.42	20.49
其中：预收租金	3.37	2.10	5.56
预收长期性资产使用权转让款	15.73	15.32	14.86
预收货款及劳务费	0.06		
预收水电费及服务费			0.07

轻纺城的预收款项账龄多在1年以上，公司2008年年报中有如下说明。

账龄1年以上的预收账款主要包括公司所属市场分公司预收的租金256 873 810.36元、子公司绍兴县中国轻纺城国际物流中心有限公司物流分公司和天汇市场分公司分别预收的房屋永久性使用权转让款230 239 107.36元和租金93 187 806.43元、子公司绍兴县中国轻纺城新东区市场开发有限公司预收的营业房使用权转让款1 285 553 677.55元。上述预收账款均根据受益期结转收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据德邦证券的一份研究报告来推测，出现以上现象应该是轻纺城和商户签订较长时间的租约所致（见表8-8）。

表8-8 上市公司（轻纺城）经营的交易市场及租金

市场	建筑面积（万平方米）	租约	年租金（万元）
西交易区	6.5	2002～2008	4 000
北交易区	13.6	2006～2012	6 000
东交易区	5.0	2004～2010	2 500
天汇广场	8.7	2004～2010	4 000
服装市场	6.3	一年一签	1 200
联合市场	16.1	38年已出让	3 600
合计	56.2		21 300

当轻纺城收到38年的营业房使用权转让款时，它是否应该将其确认为当年的收入呢？或许，我们再为它估算一个“实际净利润”？毕竟，这和房地产开发企业销售房屋一样——销售已实现，且款已收到。如果是那样，可以肯定的是轻纺城的利润波动会相当大，而公司的内在价值其实要稳定得多。

我认为，对房地产开发企业已销售未竣工的房屋不能确认收入耿耿于怀，其实是过于关注企业某一年度的净利润或者说每股收益了。为什么不把视野放得更宽一些呢？在这一点上，我更欣赏一些分析师的做法——将已实现销售未确认收入的房屋作为未来年度盈利预测的重要基础数据、作为未来业绩确定性的保障来考虑。例如，有分析师在研究报告中如此评价万科2011年10月份的销售数据。

1～10月1 080亿元销售额已锁定2011全年及2012年130%业绩。预测11月、12月总计实现约170亿元销售额，即全年1 250亿元销售额，则截至年底预计2012年1.15元EPS有望锁定148%。

现金流比利润更重要

如果我们认同企业的价值在于它未来带给投资者的现金流，那么，理所当然的，企业的现金流比利润更重要。然而，在现实生活中，人们往往更重视上市公司的利润指标。2010年2月，有媒体质疑同花顺（300033）业绩造假，其关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的焦点在于公司的收入确认。对这一事件，我从投资者的角度做了一番思考。

同花顺（300033）是一家金融信息服务行业的创业板上市公司，2009 年的业绩十分出色——归属于上市公司股东的净利润同比增长了 94.90%。不过，公司也受到如下质疑。

质疑 1，年底打折促销导致 2009 年收入大幅增长；

质疑 2，预收账款与收入严重不匹配；

质疑 3，提前确认了部分收入或者直接虚增利润，导致当期收入大幅增加的同时，预收款受到“挤压”而减少。

对创业板的公司我极少关注，这一方面是受了巴菲特“我们不做创业投资”之言的影响，另一方面也是因为它们的股价高得离谱，缺少投资机会。不过，鉴于同花顺专门发布了澄清公告（这与很多上市公司对市场质疑置若罔闻形成了鲜明对比），这件事也引起了网友们的热烈讨论，最终，我还是饶有兴趣地看起了相关资料。

我发现，质疑者单纯从会计角度考虑问题，而如果我们从投资者的视角来看这一事件，认识会大不相同。

先来看收入确认问题。同花顺对金融资讯及数据服务的收入确认采用了如下会计政策。

在提供金融资讯和数据服务前向客户预收全部款项，包括证券信息初始化费用和信息服务费用。在服务到期后，及时续费的，只需支付信息服务费用；超过一定期限后续费的，需重新支付信息初始化费用和信息服务费用。公司收到的证券信息初始化费用，在客户获得客户端软件授权时确认收入；收到的信息服务费用在服务期限内平均分摊，每个月月末确认当月信息服务收入。

质疑者认为同花顺此项业务应该全部分期确认收入，但并未阐述理由。我认为，收入的确认应该按照配比原则进行。如果同花顺在为客户初始化时耗费了一定量的成本，而这成本占总成本的比例与信息初始化收费占总收入的比例相当，其会计政策就无可非议。但是，作为投资者，我们可能很难获得同花顺该项业务的相关信息。

不过，对以折现现金流方法对企业进行估值的投资者来说，这并不是一个问题，我们关注的重点应该是现金流而非会计利润。事实上，同花顺 2009 年现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流的表现胜过会计利润（见表8-9）。

表8-9 同花顺的现金流 （单位：亿元）

	2008	2009	同比增长（%）
经营活动产生的现金流量净额	4 722	12 076	155.74
投资活动产生的现金流量净额	-2 563	-646	
自由现金流	2 159	11 430	429.41

注：表中自由现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额。

从现金流的角度出发，投资者可能会希望同花顺确认收入的速度尽可能的慢，这样会延迟现金的流出（多确认收入，会计利润多，交税多）。

再来看打折促销问题。质疑者发现，同花顺在2009年年底疯狂促销高端炒股软件，这为投资者提供了在年报中读不到的信息，有助于投资者评价企业的经营行为。不过，虽说在会计期间的期末打折促销是盈余管理的经典手法，我们却不能立刻下结论说这是同花顺为了业绩而做手脚。

之所以这么说是因为我们无法简单地认定同花顺这样做损害了公司的长期利益。质疑者在文章中有这样的描述。

值得一提的是，在营业收入增长超过60%的同时，同花顺的营业成本却出现了28.25%的下降，带动公司综合毛利率突破90%大关，达到90.29%，同比大幅上升了12.29个百分点！A股市场毛利率超过90%的公司屈指可数，按照年报的数据，目前同花顺的盈利水平甚至超过了贵州茅台（600519）。

由此看来，同花顺是在成本下降的前提下做出的促销，而在“年底疯狂促销”后公司的毛利率还超过了以高利润率著称的贵州茅台。在这种情况下，同花顺打折促销甚至降价销售我认为都是正常的，反之，一直守着高价才不正常。当然，如果同花顺下半年毛利率下降明显而利润恰好达到或略微超过企业经营者设定的目标，我们会有比较大的把握认定其在做盈余管理。

根据公开信息判断，炒股软件促销对同花顺2009年业绩的影响不会太大。请看表8-10，高端炒股软件属金融资讯及数据服务业务，这项业务的表现明显好于手机金融信息服务业务，而后者是公司在年报中明确披露了有促销行为的。

手机金融信息服务收入略有下降，主要原因是为了增加市场份额，公司在部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分地区加大了促销的力度，价格在原有的基础上进行了优惠，收费人数大幅增加，但手机金融信息服务收入略有减少。

表 8-10 同花顺 2009 年部分业务经营数据 （单位：亿元）

	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
金融资讯及数据服务	13 617	1 346	90.12	92.86	-22.26	17.23
手机金融信息服务	2 471	180	92.71	-0.57	-65.42	13.69

因此，我们不宜过高估计促销对短期业绩的作用，那还有可能是公司的商业机密。经济学中有需求的价格弹性这一概念，一次精心策划的促销活动应该能够帮助企业经营者估计其产品的需求弹性，从而为企业下一步的产品定价活动提供依据。不过，这种信息不会让外部人（特别是竞争对手）知道。此外，同花顺在澄清公告中说，“通过促销，可以吸引更多的投资者关注和了解证券信息服务行业，可以为产业的发展储备更多的用户资源”，这话也是有道理的。

与对促销作用的阐述相比，同花顺澄清公告中对预收款项和收入关系的解释就显得水平欠佳。一方面，公司认为，“根据财务的一般常识，年度营业收入与预收账款的账面余额并不存在简单的比例关系”。另一方面，却又认为，“2009年年末公司预收账款是年初数的 2.37 倍，2009 年年度的营业收入是 2008 年年度的 1.63 倍，因此并不存在‘预收账款与收入严重不匹配’的情况”。这多少有些自相矛盾。

一年后再来看同花顺的情况又如何呢？这一回情况颠倒过来了，净利润的增长情况好于现金流了（见表 8-11）。

表 8-11 同花顺 2010 年前 3 季度经营情况 （单位：亿元）

	2009 年 1 ~9 月	2010 年 1 ~9 月	同比增长（%）
归属于母公司所有者的净利润	5 300	6 454	21.77
经营活动产生的现金流量净额	7 450	8 305	11.48
投资活动产生的现金流量净额	-496	-746	
自由现金流	6 954	7 559	8.70

我们再来观察一下同花顺股价的表现。2010 年 2 月 3 日，媒体刊登了质疑同花顺的文章。此前一天（2 月 2 日）同花顺股票的收盘价为 40.60 元，2 月底涨到了 43.37 元，4 月份更是创出了 59.50 元的最高价。由此来看，公司的股价未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到质疑的影响。然而，2011 年2 月1 日[⊖]，同花顺的股价却悄然跌到了30.49 元。

同花顺股价近一年来的下跌，固然是公司成长性低于人们预期的结果。然而，相比之下，还是现金流而非净利润，更能揭示股价走向的奥秘吧？

为什么股权激励是真实的费用

对股权激励的会计处理方式，历来争议很大。在其起源地美国，最初也不需要将期权计入费用。然而，巴菲特旗帜鲜明地认为股权激励是一种费用，他有著名的三问："如果期权不是一种报酬的形式，那么它们是什么？如果报酬不是一种费用，那么它是什么？如果费用不应当计入盈利的计算中，那么在这个世界上它们应当去哪儿？"

虽然如此，当《企业会计准则第11 号——股份支付》规定要将股权激励计入相关成本或费用后，仍然遭到了不少人的反对。其中一种意见认为，期权费用是会计准则第11 号杜撰出来的"虚无"的成本费用，理由是由此导致企业利润的减少，"现实中根本不存在，没有任何现金流出，也不产生任何义务！"[⊜]如伊利股份（600887）2006 年通过的股权激励计划，在整个期权计划的等待期，会计处理汇总如下

借：管理费用——工资薪酬（期权激励） 7.389 5 亿

贷：股东权益——资本公积（期权激励） 7.389 5 亿

而一般情况下，职工薪酬的会计处理方式是

借：管理费用（或成本、销售费用等）

贷：银行存款（或现金、应付工资等）

表面上看，股权激励确实不像一般薪酬那样导致银行存款或现金减少（现金流出）、应付工资等负债增加（产生义务）。

然而，股权激励又确确实实是一种真实的费用。我国在制定企业会计准则时借鉴了国际会计准则的做法，而国际会计准则在将期权确认为费用时并非没有考虑上述反对意见——阅读《国际财务报告准则第2 号——以股份为基础的支付》

⊖ 2月3 日春节，2 日放假，不交易。

⊜ http://finance.sina.com.cn/stock/y/20080701/16455043028.shtml.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“结论基础”[⊖]时，我们会发现准则驳斥了相当多的反对意见。

主体不是参与交易的一方；

雇员并不提供服务；

主体不付出代价，因此不存在费用；

费用确认与费用的定义相悖；

每股收益“受到两次冲击”；

不利的经济后果。

其中对“主体不付出代价，因此不存在费用”的反驳如下。

（国际会计准则）理事会认为这种论据理由不充分，因为它忽视了：

（1）每次主体接受资源作为发行的权益性工具的对价时，没有现金或其他资产的流出，而在其他情况下，每次作为发行权益性工具对价所接受的资源都在财务报表中进行了确认；

（2）费用产生于这些资源的消耗，而不是资产的流出。

其实，国际会计准则理事会对“每股收益受到两次冲击”的反驳更易懂。

有人认为以股价为基础的支付交易中产生的任何费用已经在稀释的每股收益中得到了确认。如果在收益表中确认一项费用，每股收益就会“受到两次冲击”。

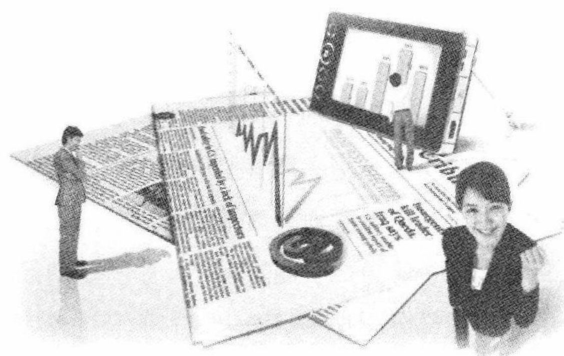
然而，理事会指出这种结果是恰当的。例如，如果主体为雇员提供的服务支付现金，现金随后又返还给主体，以作为发行股份期权的对价，其对每股收益的影响等同于向雇员直接发行那些期权。

我在刚接触股权支付准则时，从折现现金流估值的角度考虑，也认为只需考虑股份增加就可以了。但是，从会计利润的可比性方面考虑，国际会计准则理事会的做法无懈可击，向高管支付期权其实与支付现金无异。

对投资者而言，如果从评价企业真实盈利能力、评估企业价值的角度出发，也会更容易理解会计准则的思路。例如，有的公司，大股东自掏腰包向高管支付股权作为奖励，这是否该计入费用呢？如果不计入费用，对使用市盈率法估值的投资者来说，无疑会高估该公司真实的盈利能力。毕竟，大股东不会永远自掏腰包支付高管薪酬的。

⊖ 国际财务报告准则 2004 [M]. 北京：中国财政经济出版社，2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 9 章
需要特别注意的事项

分部信息

我们在阅读上市公司年报的时候，会发现很多上市公司的主营业务不止一项。例如，雅戈尔（600177）在2009年年度报告中“管理层讨论与分析”部分就把公司的业务分为“品牌服装”、“地产开发”和“股权投资”三个部分进行讨论。再如，巴菲特掌管的伯克希尔公司，在2009年年度报告中将业务分为四部分——“保险业”、“公用事业”、“制造业、服务业和零售业”、“金融及金融产品”。

虽然如此，上市公司的财务报表反映的却只是公司的整体情况，大多数财务分析方法也是对公司整体进行分析。不过，难道没有必要分业务进行分析吗？当然有必要。因此，《企业会计准则第35号——分部报告》明确规定，“企业存在多种经营或跨地区经营的，应当按照本准则规定披露分部信息。但是，法律、行政法规另有规定的除外。”

巴菲特非常重视分部数据，他在1988年致股东的信中说，“实际上，我们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔永远准备合并数值的唯一原因是为了达到外部的要求。另一方面，查理和我一直在研究我们的分部数据”。

企业会计准则将分部数据分为两种——业务分部和地区分部。

业务分部，是指企业内可区分的、能够提供单项或一组相关产品或劳务的组成部分。该组成部分承担了不同于其他组成部分的风险和报酬。

地区分部，是指企业内可区分的、能够存在一个特定的经济环境内提供产品或劳务的组成部分。该组成部分承担了不同于在其他经济环境内提供产品或劳务的组成部分的风险和报酬。

比亚迪（1211. HK）是业务分部数据重要的一个典型案例。巴菲特旗下的中美能源（MidAmerican Energy）于2008年9月26日与比亚迪签订协议，以每股8港元的价格认购比亚迪2.25亿股H股。尽管比亚迪2010年遭受重大挫折，股价从2009年10月的高点88.40港元狂跌至40.85港元，2011年最低更是达到了10.92港元。但不可否认，巴菲特对比亚迪的投资至少曾经非常成功。

然而，如果从公司整体财务指标来看，比亚迪并不是一家优秀的企业。

比亚迪的净资产收益率并不是非常出色，与竞争对手富士康国际（2038. HK）相比略逊一筹，而且资产负债率偏高，巴菲特偏爱资产负债率低的企业也是有名的。如果仅从这两个财务指标作判断，比亚迪使用了更多的财务杠杆，股东权益回报仍然不如竞争对手，显然不是一家值得投资的企业。事实上，比亚迪曾经在2006年年报中披露公司2007年3月与多家银行订立延长贷款协议，其中7亿元的长期贷款获延续超过1年，这足以说明公司财务压力之大。需要说明的是，在此我们只分析比亚迪2007年及以前年度的报表，是因为巴菲特在做出投资决定时只能看到这些（见图9-1、图9-2）。

分部数据是很多讲财报分析的书没有涉及的内容，然而，恰恰是业务分部数据能够让我们发现比亚迪其实是具有一定竞争优势的（见图9-3）。

2005～2007年，比亚迪各业务分部的营业收入均有增长，而汽车及相关产品增速尤其迅猛。但是，汽车及相关产品业务对比亚迪的利润却贡献甚微。2005～2007年，比亚迪汽车业务的利润率分别只有－14.53%、3.59%和5.28%。在这里，我们用经营利润（比亚迪财报中称为分部业绩）除以营业收入（比亚迪财报中称为分部收益）计算出利润率，需要说明的是经营利润（分报业绩）没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

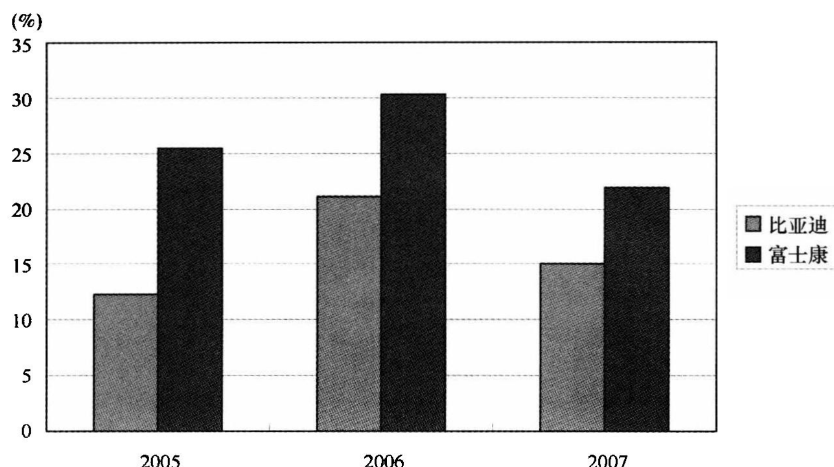


图 9-1 比亚迪和富士康净资产收益率

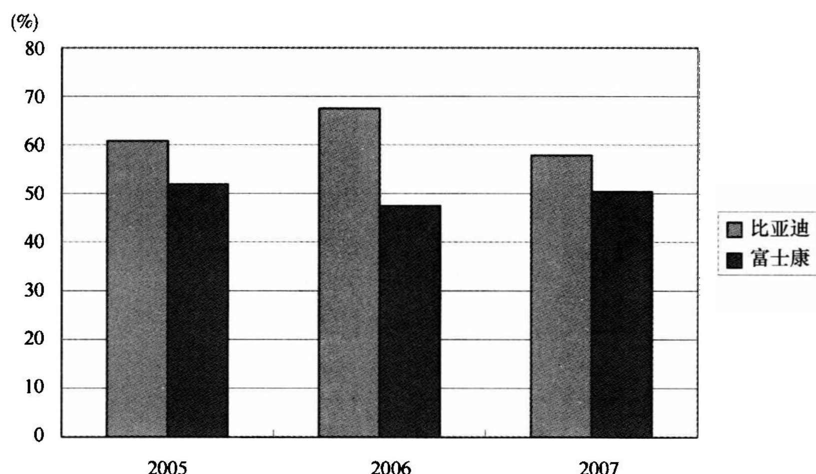


图 9-2 比亚迪和富士康资产负债率

有扣除融资成本，可以大致认为是息税前利润。

之所以会这样，无非是因为比亚迪的汽车业务尚未形成规模，但是，如果其汽车业务继续高速成长，规模效应一旦形成，盈利情况就会有一个飞跃。事实上，比亚迪汽车业务 2009 年上半年的利润率已经上升到 14.41%，2010 年上半年微升至 14.92%（见图 9-4）。

也就是说，在比亚迪 2007 年以前的年报中，如果投资者只看合并数据，那么颇具价值的汽车业务其实是扮演了“价值杀手”的角色，这显然是一种误读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

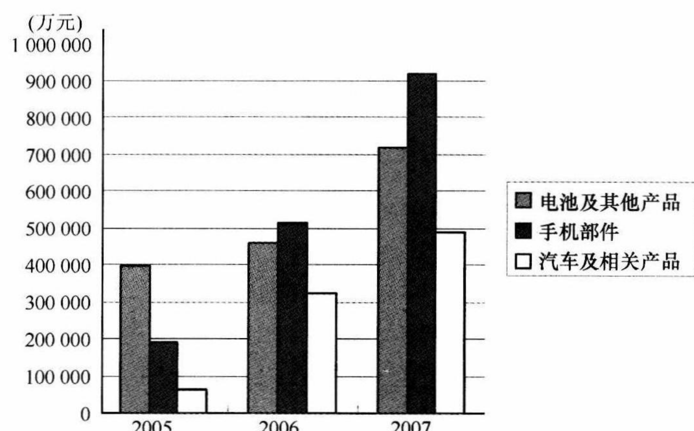


图 9-3　比亚迪分部营业收入

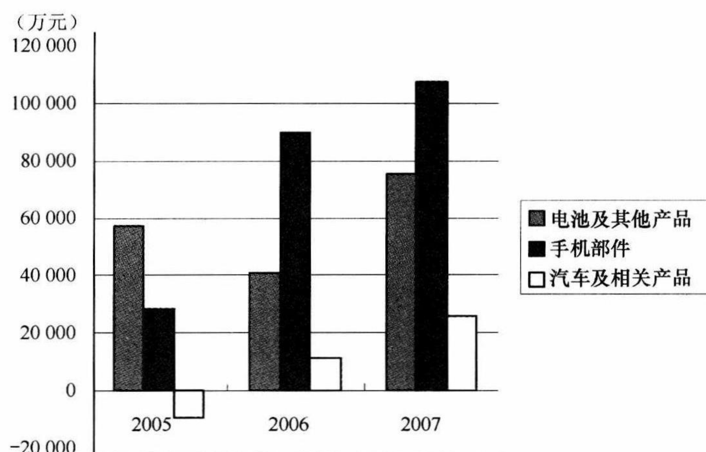


图 9-4　比亚迪分部经营利润

再来看手机部件业务，与2006年相比，2007年比亚迪这块业务的营业收入增长了78.92%，经营利润却只增长了18.99%，利润率为11.68%，同比下降了5.88个百分点。虽然比亚迪的数据有美中不足之处，但竞争对手富士康国际的数据就更不能令人满意，2007年富士康的营业收入增长了3.38%，经营利润却下降了1.50%，且利润率只有7.33%。

从利润率指标来看，比亚迪可能比富士康更具成本优势。在2007年年报中，两家公司都认为手机行业竞争加剧，产品价格压力加大，在这种情况下，显然比亚迪的日子会更好过些。2009年上半年，比亚迪的手机部件业务的利润率跌至3.14%，而富士康国际竟然亏损了1 870万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管从合并报表数据来分析，比亚迪的竞争优势不如富士康，然而具体到分部数据后，结论却是相反的。

地区分部的案例我们来看承德露露（000848）。

2011年1月6日，朱晓芸女士在她的博客中发表了“承德露露：有那么糟糕吗?”[⊖]一文。朱女士非常看好承德露露的产品空间，她从人均消费、区域扩张、与行业老大对比和细分行业空间四个方面进行了阐述，其中最令我吃惊的是区域扩张方面。

股份公司目前主要销售区域集中在北方，其中河北省占50%，华北（不含河北）和西北占40%，华东占10%，全国版图上接近空白的区域很大，而且这些空白区域相对经济更为发达，居民消费能力更强。

当我就这个话题和朋友进行讨论时，朋友也对上述信息吃惊不已。此前，国都证券分析师王明德曾对承德露露作过如下分析。

杏仁露销售情况受元旦至春节长短影响显著，说明杏仁露消费没有打破传统冬季加热饮用的习惯，尤其在北方杏仁露主要消费地区，这样的消费习惯始终延续。如果能够突破冬季消费的模式则杏仁露市场空间巨大，不仅是北方淡季消费增长，也会在南方打开市场。我们认为突破这一点公司需要找到如“喝王老吉凉茶降火”特点鲜明、针对性强的营销诉求点，同时再配合营销方式改革，加强渠道建设、扩大经销商群体，销量会有大幅增长。

我对承德露露开拓南方市场不是很有信心，但如果是公司开拓除河北省外的北方市场却又另当别论，至少北方人的饮食习惯是相同或相似的。

接下来的问题是，承德露露一半销售收入来自河北省内这一信息确定吗？遗憾的是，公司2007~2009年的年报中根本没有披露地区分部信息，而2010年半年报居然是这样披露的。

主营业务分地区情况

单位：万元

地区	营业收入	营业收入比上年增减（%）
国内	97 275.67	39.49

⊖ http://blog.sina.com.cn/s/blog_5308f7670100o42v.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资者来说，这种披露等于没有披露。我们不清楚为什么承德露露不愿意披露地区分部信息，其实，本省收入占据一半并不是什么寒碜的事情，近年来风头强劲的山西汾酒在省内的销售收入占公司收入的比例更大（见图 9-5）。

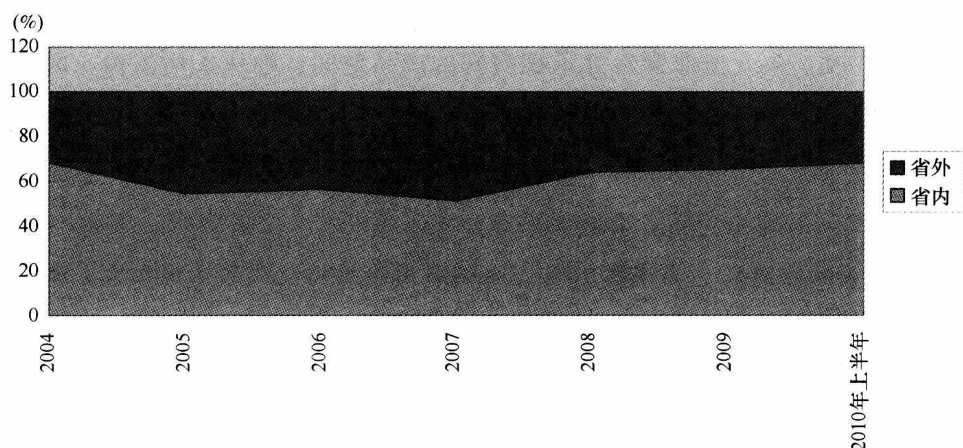


图 9-5　山西汾酒省内、外销售收入占公司收入比例

然而山西汾酒省内收入占比高（2010 年上半年为 69%）未必是件坏事。汾酒自古以来就是全国性的名酒，只是由于近年来经营欠佳才变为地方名酒，如果公司近来的营销改革成功，很有可能恢复全国性名酒的地位，其经营业绩自然也会水涨船高。

再往远说，其实巴菲特喜爱的喜诗糖果 80% 的收入都来自加州[㊀]。不过，这或许也说明某些食品企业拓展产品市场并非易事，因为那时距巴菲特买下喜诗已经 20 年了。

虽然如此，分部数据的重要性是毋庸置疑了。不过，在分析分部数据时，我们一定要注意其统计口径是否发生了变化。以航天信息（600271）为例，该公司 2009 年业务分部的口径有变，但未在年报中做出说明（见表 9-1、表 9-2）。

从表 9-1 和表 9-2 中可以发现，增值税防伪税控系统及相关设备是航天信息的主要利润来源，2008 年，这项业务的毛利占公司总毛利的 70.40%。

㊀ 数据来源为巴菲特 1991 年致股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-1 航天信息 2008 年主营业务分产品情况统计表（单位：万元）

产品名称	主营业务收入	占总收入比例（%）	主营业务收入比上年增减比例（%）	主营业务成本	占总成本比例（%）	主营业务成本比上年增减比例（%）	毛利率（%）
增值税防伪税控系统及相关设备	187 351.79	31.94	14.13	89 191.50	19.95	7.93	52.39
IC 卡	3 959.34	0.68	-8.11	2 951.94	0.66	-7.52	25.44
网络、软件与系统集成	80 074.92	13.65	0.99	57 026.25	12.76	-10.49	28.78
渠道销售	290 410.54	49.52	35.72	279 821.97	62.59	42.76	3.65
其他	24 699.22	4.21	61.19	18 063.56	4.04	49.54	26.87
合计	586 495.81	100.00	22.94	447 055.22	100.00	25.01	23.78

表 9-2 航天信息 2009 年主营业务分产品情况统计表（单位：万元）

产品名称	主营业务收入	占总收入比例（%）	主营业务收入比上年增减比例（%）	主营业务成本	占总成本比例（%）	主营业务成本比上年增减比例（%）	毛利率（%）
增值税防伪税控系统及相关设备	207 547.54	27.83	12.37	98 060.32	16.91	12.75	52.75
IC 卡	2 869.87	0.39	-27.52	2 675.77	0.46	-9.36	6.76
税控收款机	17 409.60	2.33	555.91	7 313.40	1.26	229.96	57.99
网络、软件与系统集成	122 395.88	16.41	19.26	91 101.46	15.71	22.65	25.57
渠道销售	376 937.47	50.55	29.79	369 029.76	63.62	31.88	2.10
其他	18 548.44	2.49	-12.11	11 842.87	2.04	-18.22	36.15
合计	745 708.80	100.00	23.17	580 023.58	100.00	25.89	22.22

然而，如果我们以表 9-2 中增值税防伪税控系统及相关设备的主营业务收入数 207 547.54 万元和表 9-1 中对应的数据作比较，会发现此项业务收入同比只增长了 10.78%，而表 9-2 中则称增长了 12.37%。其实，12.37% 的增速仍然逊于 2008 年的 14.13%，更不用说 10.78%，这是否意味着该业务未来增长乏力？

航天信息的工作人员回答了我的疑问，他们解释说这是因为公司业务分部的统计口径有变，2009 年将原来的增值税防伪税控系统及相关设备业务分为两项——增值税防伪税控系统及相关设备、税控收款机。我验算了一下，他们说的没错。

了解到统计口径的这一变化后，我们就会发现结论完全不同了——按原口径，航天信息的增值税防伪税控系统及相关设备业务 2009 年收入同比增长了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20.07%，增速超过了2008年。

合并报表和母公司报表

在A股上市公司的年报中，除非没有子公司，否则上市公司会披露两套报表——合并报表和母公司报表。企业会计准则对合并报表的定义是这样的——合并财务报表，是指反映母公司和其全部子公司形成的企业集团整体财务状况、经营成果和现金流量的财务报表。

以万科（000002）为例，母公司报表是指万科企业股份有限公司本身的报表，而合并报表还包括了其下属子公司。以2009年年报为例，报表附注中有如下说明。

> （六）企业合并及合并财务报表
>
> 1. 子公司情况
>
> 本集团所有子公司均通过设立、投资或通过非同一控制下企业合并取得，无同一控制下企业合并取得的子公司。本报告期内，本集团纳入合并范围公司共计306家。

如果我们只看万科的母公司报表，很难想象这是国内最大的房地产开发企业——营业收入还不到5亿元而且没交企业所得税？只有看合并报表，我们才能真正了解万科的全貌（见表9-3）。

表9-3 万科2009年利润表

（单位：亿元）（每股收益指标为元）

	母公司报表	合并报表
一、营业总收入	4.44	488.81
二、营业总成本	6.50	411.22
减：营业成本	0.03	345.15
营业税金及附加	0.30	36.03
管理费用	3.74	15.14
财务费用	2.37	5.74
资产减值损失	0.05	-5.24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	母公司报表	合并报表
加：公允价值变动净收益		0.02
投资收益	30.79	9.24
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.60	5.42
三、营业利润	28.74	86.85
加：营业外收入	0.01	0.71
减：营业外支出	0.00	1.38
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.02
四、利润总额	28.74	86.17
减：所得税费用	-	21.87
五、净利润	28.74	64.30
归属于母公司所有者的净利润		53.29
少数股东损益		11.00
六、每股收益		
（一）基本每股收益	0.26	0.48
（二）稀释每股收益	0.26	0.48
七、其他综合收益	0.28	0.62
八、综合收益总额	29.02	64.92
归属于母公司所有者的综合收益总额		53.92
归属于少数股东的综合收益总额		11.00

细心的读者会发现母公司报表和合并报表下的每股收益数字是不一样的，那么，我们平时用的是哪个呢？答案是——合并报表。

于是，问题又来了，为什么万科2009年母公司报表下每股收益会比合并报表下少了近一半？

这主要是因为企业会计准则一条很特别的规定。

投资企业对子公司的长期股权投资，应当采用本准则规定的成本法核算，编制合并财务报表时按照权益法进行调整。

成本法和权益法区别在于：如果采用成本法，则只有子公司宣布将分配利润时，万科才能记录一笔收益；而在权益法下，只要子公司盈利，万科就能按其拥有的份额记录收益。

对于上述规定，《企业会计准则讲解》作了如下解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期股权投资中母公司对子公司投资由权益法改为成本法，主要是为了避免企业在不能取得或不能全额取得投资收益的情况下，出现虚增利润和超前分配，从而避免短期行为。

说实话，我对这个解释不太认同。我的理由如下。

首先，子公司之所以为子公司，就是因为母公司能够控制它，既然如此，为什么不能取得或不能全额全得投资收益？如果不能取得的原因是受子公司实际经营情况所限——如处于高速成长期，随着经营规模的扩大所需的营运资金增加，使得利润很多而现金流欠佳。那么，母公司本身的经营也可能出现这种情况，联营企业也可能出现这种情况，为什么母公司本身的经营利润可以得到确认、为什么对联营企业的长期股权投资采用权益法而非成本法？

企业会计准则的上述规定，使得如果一家利润主要来自下属子公司的上市公司如果不想给投资者派发现金红利，则只需要命令子公司不分配利润就可以了——只要子公司不分配利润，母公司报表上就无利润可分。意识到这一点，上市公司尽管按母公司报表上的利润进行利润分配，但均在年报中披露甚至只披露现金分红占合并报表下归属于母公司所有者的净利润的比例。如美的电器（000527）2009年年报中相关内容如下。

经天健正信会计师事务所有限公司审计，本公司母公司2009年年度实现净利润为649 892 980.81元，根据《公司章程》的有关规定，提取10%法定盈余公积金64 989 298.08元，加上年初未分配利润550 374 800.35元，减去已分配的利润69 324 918.60元，实际可分配利润为1 204 603 401.68元。

……

公司最近三年分红情况表

分红年度	现金分红金额（含税）	分红年度合并报表中归属于上市公司股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率（%）	年度可分配利润
2008	189 106 922.90	1 025 304 190.00	18.44	402 984 729.88
2007	504 285 314.40	1 193 466 811.98	42.25	1 184 874 462.50
2006	220 624 825.05	505 472 175.19	43.65	1 345 165 269.59
最近三年累计现金分红金额占最近年均净利润的比例（%）			100.37	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与A股上市公司不同，比亚迪作为香港上市公司只披露合并报表以及母公司报表中的资产负债表，而在纽交所上市的可口可乐居然只披露合并报表。

不过，同时披露合并报表和母公司报表是有好处的——可以让我们更多地了解上市公司的经营情况。我曾经通过对科龙电器的母公司报表和合并报表的比较分析，对其财务数据提出质疑[⊖]，而事实也证明我的分析是有道理的。

需要特别提请大家注意的是，由于母公司和子公司之间、子公司和子公司之间有可能发生交易，这时，我们就不能直接用合并报表数减去母公司报表的数得出子公司的数据。

例如，有分析师在研究报告中对青岛啤酒（600600）2010年的业绩作了如下回顾（见表9-4）。

表9-4 同比数据

	2010	2009	同比变化(%)	2010年第4季度	2009年第4季度	同比变化(%)	备注
啤酒销量(万千升)	635.0	591.0	7.4	107.0	97.0	10.3	
主品牌销量(万千升)	348.0	295.0	18.0	71.0	59.0	20.3	主品牌高增长
销售单价(元/吨)	3 134	3 050	2.7	3 318	3 393	-2.2	
单位成本(元/吨)	1 769	1 740	1.7	1 977	2 030	-2.6	
销售收入(百万元)	19 898	18 026	10.4	3 550	3 292	7.8	
母公司	11 533	9 587	20.3	2 203	1 777	23.9	
子公司	8 365	8 439	-0.9	1 347	1 514	-11.0	
毛利率(%)	43.5	42.9	0.6	40.4	40.2	0.3	主品牌带动毛利率急升
母公司	30.7	31.4	-0.7	29.3	33.6	-4.4	
子公司	61.2	56.1	5.2	58.7	47.9	10.8	

在看到上述回顾时，我感到很诧异——青岛啤酒（母公司）的毛利率还不如子公司高？可以肯定的是，主品牌的青岛啤酒比第二品牌（山水啤酒、崂山啤酒和汉斯啤酒）更赚钱，而青岛啤酒（母公司）生产和销售主品牌，子公司生产和销售第二品牌或主品牌，正常情况下青岛啤酒（母公司）的毛利率应该高于子公司才是。

⊖ 孙旭东．年报掘金［M］．北京：中国财政经济出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，按上述回顾数据，母公司2010年的销售收入是增长的，而子公司则相反。然而，母公司的毛利率下降了，子公司反而上升了。难道，青岛啤酒已经出现了规模不经济的现象？

答案其实很简单，上述回顾中子公司的相关数据不准确。仔细看数据可以发现，这位分析师是用合并报表数减去母公司报表数直接得出子公司的销售收入数，然后用同样的方法算出子公司的成本，继而得出子公司的毛利率。这样做是不对的。除非我们能够确认合并报表范围内没有内部交易。

《企业会计准则》规定，“合并利润表应当以母公司和子公司的利润表为基础，在抵消由母公司与子公司、子公司相互之间发生的内部交易对合并利润表的影响后，由母公司合并编制”。这就是说，合并报表并非简单地将母公司和子公司的报表加总得来。反过来，子公司的报表也不能简单地由合并报表减去母公司报表得出。

举个简单的例子。如果某公司仅有一家子公司，该公司本年销售收入10亿元，其中5亿元为向子公司销售，而子公司并没有销售收入，则该公司的合并报表上营业收入将只有5亿元。合并报表是会计上的一大难题，我建议读者们有时间进一步学习。

如果一家上市公司存在较多的内部交易，我们或可从财务报表上发现一些蛛丝马迹。如伊利股份（600877），母公司报表2010年营业收入为327.87亿元，合并报表收入只有296.65亿元，可以判断母公司向子公司销售了大量产品。

不太明显的如青岛啤酒，资产负债表中应收账款和预付款项科目母公司报表数大于合并报表数，这表明母公司向子公司销售了产品（见表9-5）。

表9-5 青岛啤酒2010年12月31日应收账款和预付款项

（单位：万元）

	合并	公司
应收账款	8 981	16 921
预付款项	4 978	6 550

此外，由于合并报表范围内有诸多公司，其中一些公司分处产业链的不同位置，还有可能导致存货科目异常。例如，鲁泰（000726）在2010年年报中不无骄傲地写道，“报告期内，公司设备利用率100%，还有部分产品外包加工，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要产品色织布、衬衣全部按订单生产”。

然而，鲁泰2010年年末的存货中的库存商品却是大幅增长（见表9-6），这令人怀疑上面陈述的真实性——公司的产品真的那么畅销吗？

表9-6 鲁泰的存货 （单位：万元）

	2009	2010	增长（%）
营业收入	403 622	502 562	24.51
存货	127 489	150 880	18.35
其中：库存商品	28 442	48 521	70.60

对此，公司总会计师的解释是这样的——存货中库存商品的增加主要是新疆鲁泰丰收棉业有限公司和鲁丰织染有限公司两家子公司引起的。新疆鲁泰的库存商品为棉花和棉纱，由于2010年棉花价格涨幅颇大，这使得公司收购棉花的成本提高，库存商品增加约1亿元；鲁丰织染2009年产能尚未充分利用，2010年充分利用后库存商品增加约5 000万元。鲁丰织染的主要产品是匹染布，不是色织布，因此有一定的库存。

需要说明的是，尽管对鲁泰（母公司）而言，棉花是其生产色织面的原材料，但对新疆鲁泰而言，棉花却是库存商品。从整个产业链的角度来看，新疆鲁泰增加的库存商品其实是合并报表范围内的原材料。因此，在这个案例中，存货中库存商品大幅增长并不可怕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

我的第一本书《年报掘金》出版后，有读者在我的博客上留言，认为书写得过于专业了，一些地方看不懂。我很感谢这些读者，他们认真地阅读了全书，所提的意见也很中肯。《年报掘金》中的部分文章是我平时零零碎碎地写，写好后发表于《证券市场周刊》等报刊上，写作时只考虑到要在论证时逻辑严密、不犯专业错误，很少考虑如何让更多的读者（尤其是非会计专业的读者）读懂。

基于上述情况，在《年报掘金》出版后不久我就有了再写一本书的计划，想把在价值投资过程中如何进行财务分析更系统、更通俗地做一番讲解，于是有了这本书的诞生。本书的内容主要集中在两个方面：如何活用财务指标以及如何不局限于会计数字而关注企业经济活动的本质。我花了好几年的时间认真研究和写作本书，等我写完最后的内容时，前面一些引用数据已经不是最新，我本想尝试再去改，但后来想到本书旨在教给读者一些方法，而非要推荐哪只股票，于是停手。说一下我的心声：借鉴本书的分析思路，而非照搬结论。

本书中的部分内容受到了网友在我博客上（http://blog.sina.com.cn/sunxudong2001）发言的启发，在此谨向这些热心的网友表示衷心的感谢！

在本书中，我对一些基础会计知识做了适当的讲解，希望对读者更好地读财报起到帮助作用。如果您已经掌握了一些会计基础知识或是打算把会计那点事儿搞清楚，那您会读得更流畅。

其实，会计知识是一个优秀的价值投资者必须掌握的，请看巴菲特是如何给我们树立榜样的。

2004年的一天，他从经纪人手里接过一本厚厚的书，有几本电话号码簿订起来那么厚，内容是韩国股票的详细列表。他一直在研究全球经济，寻找一个被忽略、被低估的国家和市场。最后，他锁定了韩国，开始一宿接一宿地翻阅那本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部头的书，研究一列一列的数字，一页一页耐心地钻研。但是那些数字和术语让人迷惑不解，他发现还需要学习一套不同商业文化中的商业语言，所以又开始阅读另一本书，了解关于韩国会计领域的一切重要知识，这样就不会轻易被那些数字迷惑。[⊖]

2004年时，巴菲特已经74岁高龄。我想，本书的大多数读者比那时的他要年轻得多，完全有时间和精力学好会计基础知识。事实上，如果没有掌握必要的会计基础知识，投资者就很有可能错判企业的价值。我曾在互联网上看到有人怀疑某家房地产上市公司隐藏利润，其理由是利润表上的营业收入数额比公司公布的销售额少了很多。而这其实是房地产开发企业的正常现象。

以国内最优秀的房地产开发企业之一——万科（000002）为例，其2009年年报中有这样的陈述：

> 2009年公司实现营业收入488.8亿元，同比增长19.2%，实现净利润53.3亿元，同比增长32.1%。
>
> 报告期内，公司销售额首次突破600亿元，实现销售面积663.6万平方米，销售金额634.2亿元，分别比2009年增长19.1%和32.5%。实现结算面积605.2万平方米，结算收入483.2亿元，同比分别增长34.1%和19.3%。

由万科的上述陈述来看，其营业收入也是远远小于销售额的。为什么会这样呢？年报中“公司主要会计政策、会计估计和前期差错”部分给出了答案：

> 房地产销售在房产完工并验收合格，达到了销售合同约定的交付条件，取得了买方按销售合同约定交付房产的付款证明时（通常收到销售合同首期款及已确认余下房款的付款安排）确认销售收入的实现。

这就是说，万科仅仅将房子卖出去还不能确认收入的实现，还需要等房产完工并验收合格。其他地产企业确认收入的标准与万科基本相同，有的企业甚至更加严格。因此，由房地产开发企业的营业收入小于销售金额来推断其隐藏利润是不成立的，是会计知识欠缺的表现。

⊖ 艾丽斯·施罗德. 滚雪球：巴菲特和他的财富人生 [M]. 覃扬眉，等译. 北京：中信出版社，2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细心的读者会注意到我们前面引用的万科对2009年业绩的陈述中有“结算面积”、“结算收入”的说法，这其中“结算面积”就是指达到收入确认条件的房地产销售面积，而“结算收入”就是达到收入确认条件的房地产销售收入。至于营业收入比结算收入多了5.6亿元，那是因为万科的营业收入中还包括2.36亿元的其他业务收入，即使是在主营业务收入中（除房地产收入外）也还包括3.29亿元的物业管理收入。

在房地产开发行业“结算”意味着确认收入，而在重型机械行业又并非如此。2009年11月，有一位网友在我的博客（http://blog.sina.com.cn/sunxudong2001）上留言，希望我能分析一下振华重工（600320），他转发给我一篇网文，文章作者认为振华重工可能隐藏了巨额利润。

振华的报告仔细看会发现很有意思，振华这家企业也很有意思，这里所谓的“藏”，不一定是振华主观意图上要藏什么，但是我们要学会看清数字后面的东西。先来看几组数字吧。[⊖]

	2007		2008		2009年上半年	
	主营业务收入	利润率(%)	主营业务收入	利润率(%)	主营业务收入	利润率(%)
集装箱起重机	168.78	14.57	190.11	10.39	90.80	9.03
散货机件	22.99	1.47	40.02	7.48	17.10	5.10
海上重型装备	14.19	23.37	19.31	22.11	18.58	26.35
钢结构			9.94	21.07	17.54	11.89

	2007年12月31日	2008年6月30日	2008年12月31日	2009年6月30日
现金	18.73	18.08	37.80	14.66
应收账款	45.47	58.54	62.07	62.96
预付账款	36.70	74.69	48.03	29.61
存货	17.33	24.68	77.43	55.97
已完工未结算款	**82.71**	**89.57**	**108.28**	**141.26**
短期借款	55.25	117.43	138.85	175.78
应付票据	30.41	11.78	33.23	8.77
应付账款	22.11	14.30	36.69	16.22
已结算未完工款	**22.88**	**44.24**	**57.27**	**29.59**
长期借款	52.26	55.86	53.38	45.68

⊖ 以下两个表格中数字单位均为亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅从2009年上半年18.58亿元的海上重型设备（简称“海工”）收入上看，似乎完成全年105亿元的业务收入任务是很困难的，因为半年时间仅仅才完成了任务的17.7%，但是看看下面表里面的数据，看出振华在报表里藏了什么吗？对，就是“已完工未结算款”，2008年年报中对这一项的解释是：已完工尚未结算款的增加主要系本年度业务量增大，建造合同项目增加所致。而在2009年半年报的“报告期内公司财务状况经营成果分析”这一项中，根本就没有已完工未结算款的显示，振华有意或者无意地忽略了这个项目，可惜任何的数据都必须在财务报表中体现，那么让我们来看看这个被忽略的项目究竟告诉我们了什么。

从2007年的82.71亿元到2008年上半年的89.57亿元，这个数字的变化并不大，但是到了2008年年底就上升到了108.28亿元，到了2009年上半年更是突增到141.26亿元。建造合同项目增加？那究竟是哪些建造合同项目增加呢？显然不会是集装箱起重机，那东西的销量自2007年以来就没有多少本质的变化了；散货机械的销量有一定的增加，但这类机械往往订单生产，而且生产较简单，生产周期较短，交付速度较快；至于钢结构，就算振华现在把所有的钢结构都做出来堆在那里，最多也就是10个亿的结算额，更何况钢结构本身就是用来调节生产的，只有在大型机械设备生产空档期才会考虑它。那么最后排除了其他就会确定，这些生产了但未能结算的东西只能是海上重型设备产品了，为什么没办法结算呢？我前面说过，海上重型设备产品的特性就是这样，先生产再寻找买家，更何况振华本身的计划就是先开工5艘平台、8艘铺管船及其他海上重型设备，所以这些东西在没找到买主之前只能被放在这个被振华忽略掉的“已完工未结算款”里了。根据前两年的数据估算，大概有40亿~50亿元的已经完工或阶段完工的海工产品被藏在这里了。看到这里，我们再回过头来问，2009年完成105亿海工的产值困难吗？一点不困难，所欠缺的只是销售而已。而销售困难吗？搁在以前也许谁都没把握，可是，2009年7月20日，22亿美元的海工大订单闪亮登场，为此振华重工还史无前例地停牌了好几天，于是一切谜团解开，5艘平台和2艘铺管船一下有了买家，现在还会有人质疑振华去年就决定生产这些东西的英明吗？只是，大家想要知道这部分海工产品已经被确认结算最早也要等到三季报了，时间的滞后性让一部分人又一次深深地为买了振华的股票而懊恼。

最后，还想说2个小问题，一是想象一下加入这部分海工产品被确认销售了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会怎么样？应有30亿～40亿元的销售收入，7.5亿～10亿元的主营业务利润吧，而看到这一切还需要等待。二就是不知道大家发现没有，还有个科目叫“已结算未完工款”，而且该项还从2008年年底的57.27亿元陡降至2009年上半年的29.59亿元，会不会去年年底为了完成任务预先结算了二三十个亿，而这些却需要2009年上半年来补缺？在今年的年底振华会不会再次玩同样的把戏呢？一切都需要时间来告诉我们，而看到这些不禁又让我想起了很久前一位财务的老前辈告诉我的话：“财务，不过是一场数字游戏。”

我对这位网友作了如下答复。

作者认为振华的“已完工未结算款”包含未确认销售的主营业务利润7.5亿～10亿元，这个观点不成立。完工百分比法中的“结算”与房地产开发企业会计核算中的“结算”不是一回事，后者意味着确认收入，而前者不是。大家看一下半年报中的相关内容，“已完工未结算款”中是包含一部分毛利的。

已完工尚未结算款/已结算尚未完工款

已完工尚未结算款

	2009年6月30日	2008年12月31日
累计已发生成本	33 927 697 853	27 748 186 715
加：累计已确认毛利	3 670 768 015	2 845 657 701
减：累计已结算价款	－23 408 226 004	－19 718 874 749
累计已确认的合同损失	－63 799 805	－46 702 206
	14 126 440 059	10 828 267 461

已结算尚未完工款

	2009年6月30日	2008年12月31日
累计已结算价款	7 936 471 278	11 826 963 669
减：累计已确认毛利	－322 882 843	－556 623 173
累计已发生成本	－4 653 974 662	－5 546 655 195
加：累计已确认的合同损失		3 683 641
	2 959 613 773	5 727 368 942

上述答复比较简单，这里我们做更具体的解释。振华重工2008年年报中“重要会计估计及其关键假设”部分有如下内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建造合同

本集团对于大型港口设备、海上重型装备及钢结构制作的收入及成本均按完工百分比法予以确认。本集团的管理层在合同进行过程中，持续复核及修订各合同预算中的合同收入及合同成本的估计，并定期复核合同的进度。当合同预计总成本大于总收入时，即确认预计损失并计入当期损益。

所谓完工百分比法，按照企业会计准则的定义，为“根据合同完工进度确认收入与费用的方法”。振华重工对海工产品按完工百分比法确认收入，这意味着之前那篇文章的作者“海工产品的特性就是这样，先生产产品再寻找买家”的观点是错误的，如果在生产产品时还没有买家，那么据以确认收入和费用的合同又是和谁签订的呢？

在这里，所谓的“结算”是指在施工过程中施工企业和客户确认工程价款，而非企业本身确定营业收入，换言之，确定的收入可以不等于向客户索取的工程款。既然振华重工已经根据合同完工进度确认了收入和费用，也就不存在隐藏利润的问题。

振华重工海上重型装备业务 2009 年的主营业务收入为 35.82 亿元，2010 年上半年为 22.62 亿元，这与文章作者设想的水平相差甚远。截至 2010 年 11 月 8 日，振华重工的股价比 2009 年年末下跌了 25.15%。如果振华重工确实隐藏了巨额利润，股价在将近一年后却如此低迷是很难想象的。

我说这么多，无非是想告诉大家会计知识在帮助投资者对上市公司作财务分析时是何等的重要。不过，懂得会计知识也不等于就能够对上市公司做出正确的分析，巴菲特说：“会计数字是企业估价的开始，而不是结尾。”[⊖]

⊖ 摘自 1982 年巴菲特致股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活用财务指标，看透会计数字

会计数字是投资者了解公司最重要的窗口，但不真实、不公允的会计数字可能会误导投资决策，如何活用会计数字、透过会计数字发现企业价值和风险，孙旭东的《价值投资，从看懂财报开始》带你到公司财报丛林中探索会计数字背后的真相。该书通俗易懂，是一本通向价值投资之路的财务分析力作。

——郑朝晖

平安证券投行部执行总经理

巴菲特说过，会计数字是企业估价的开始。而众所周知，好的开始是成功的一半。本书作者是少见的知行合一的价值投资者，本书是他多年的研究心得。阅读本书，您也可以从深读年报开始自己的价值投资之路。

——郑伟征

北京中能兴业投资咨询有限公司业务总监

本书是以价值投资为目的的会计信息分析。全书以鲜活的案例、翔实的数据，把以价值投资为重点的会计信息分析体系呈现给读者。同时，全书内容以杜邦分析为主线，把会计信息分析分解成盈利能力分析、偿债能力分析、成长能力分析和营运能力分析等主要部分，相互关联，前后呼应，读完以后能够在读者头脑中留下清晰的会计信息分析框架，有利于读者把本书的方法应用到自己的投资分析中去。

——姜国华

北京大学光华管理学院会计学教授、博士生导师

《价值投资，从看懂财报开始》在探讨诸多财报数字的过程中，有机整合了四个分析维度：战略分析、会计分析、财务分析、前景分析。本书将会计准则、上市监管、投资市场、企业战略、公司价值甚至专业研究等诸多领域知识与探讨整合于其中，同时这种财报的探讨亦包括了境内外公司的对比考察。阅读本书，我们既能品尝企业财报分析大餐，亦能开拓视野、全方位体验财报分析的学科魅力。

——汤谷良

对外经济贸易大学国际商学院执行院长、教授

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com



华章网站 http://www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com

上架指导：财务管理/证券投资
ISBN 978-7-111-38445-8



定价：30.00元